



# Economic Outlook

# Editoriale

Ci sono giorni, alla fine dell'inverno, che hanno un sapore speciale: dopo i lunghi mesi di freddo, i primi tiepidi raggi di sole annunciano l'arrivo imminente della primavera. Questa atmosfera, che solleva lo spirito e può persino indurre uno stato di euforia, non deve però illudere: la primavera non è ancora arrivata.

È proprio con questo spirito che dobbiamo guardare allo stato attuale dell'economia globale. Dopo l'anno peggiore dall'inizio della crisi finanziaria globale, appaiono ovunque dei chiari segnali di ripresa. La crescita del commercio globale, che avevamo previsto nell'edizione di novembre del nostro Economic Outlook, ha iniziato a prendere slancio a partire dalla fine del 2016. Lo stesso vale per l'attività economica globale ed è evidente quanto ciò influisca positivamente sulla crescita del commercio, e viceversa. Inoltre, la ripresa dei prezzi del petrolio e delle materie prime è oggi più solida: proprio quello che serviva per stimolare gli investimenti e, al tempo stesso, sostenere la crescita del PIL e degli scambi commerciali. Si è quindi messo in moto un circolo virtuoso che ha spinto i mercati finanziari, in particolare il mercato azionario, ad entrare in uno stato di euforia.

Tuttavia, in quanto economisti, esitiamo a considerarlo qualcosa di più di un primo segnale. Innanzitutto, pur prevedendo un aumento del PIL, il livello di crescita resta limitato ed è trascinato verso il basso dall'Eurozona e dall'America Latina. Allo stesso modo, la crescita del commercio, e soprattutto degli investimenti, è ancora al di sotto dei livelli pre-crisi. Non è la prima volta che lo sottolineiamo e, tuttavia, è la prima volta che la (mancata) crescita della produttività viene portata al centro dell'attenzione. Al di là della crescita in quanto tale, l'espansione della produttività, in particolare nelle economie emergenti, ha visto una forte flessione. In secondo luogo, la ripresa del commercio è prevalentemente legata ai fattori ciclici che abbiamo appena descritto. Le forze strutturali sottostanti che stanno affossando la crescita globale del commercio sono ancora lì e includono la maturazione dei benefici legati alla creazione di catene del valore globali, il riequilibrio dell'economia della Cina e i vincoli finanziari. In terzo luogo, con l'elezione di Donald J. Trump alla Presidenza degli Stati Uniti sta prendendo sempre più piede il concetto di "America First". Con una lieve differenza rispetto all'amministrazione statunitense, la nostra interpretazione è che quello che è importante per gli Stati Uniti, è (forse anche più) importante per il resto del mondo, soprattutto in materia di politiche commerciali. La conseguenza è che il livello di incertezza economica è triplicato dall'inizio del 2016. A nostro giudizio, le promesse fatte in campagna elettorale sono ben altra cosa rispetto all'elaborazione delle politiche economiche, per non parlare della loro implementazione. Ciononostante, l'attuale livello di incertezza è quanto di meno ci si potesse augurare in una fase di ripresa economica. In quarto luogo, l'aria di primavera ha fatto scatenare i mercati finanziari, ma considerando che le previsioni economiche e di profitto delle imprese sono rimaste pressoché invariate, la probabilità di una correzione sembra inevitabile.

Il risultato è un quadro dell'economia globale che mostra innegabilmente i segnali di un'accelerazione della crescita che era assolutamente necessaria. Allo stesso tempo, l'economia globale continua ad essere avvolta da un'insolita nube di incertezza che rende difficile valutare le prospettive future, e che peserà sulla spesa delle famiglie e delle imprese. Ma, per il momento, godiamoci i primi raggi di sole.

John Loric, Chief Economist Atradius

# Indice

---

Executive summary.....	i
<b>1.1. Il contesto macroeconomico globale.....</b>	<b>1</b>
Ripresa dell'attività globale in un contesto di incertezza crescente .....	4
Continua la ripresa del commercio internazionale.....	3
Aumenta l'incertezza politica.....	6
Il mercato del petrolio si mantiene piatto.....	7
Prezzi delle materie prime: fuori dai guai.....	7
Gli investimenti insolitamente bassi dovrebbero tornare a crescere.....	8
Maggiore importanza delle politiche fiscali?.....	9
Politica monetaria ancora espansiva per supportare l'obiettivo di inflazione.....	9
Rischi legati all'euforia dei mercati finanziari.....	11
Fattori di rischio.....	11
<b>2. Economie avanzate: rischi e prospettive.....</b>	<b>13</b>
Ripresa offuscata dall'incertezza politica.....	13
Consolidamento della crescita dell'Eurozona.....	14
Prospettive incerte per gli Stati Uniti di fronte ad alcuni rischi.....	16
Primi effetti della Brexit sull'economia del Regno Unito.....	18
La crescita del Giappone ha superato le previsioni, ma persiste la debolezza .....	19
<b>3. Economie emergenti: rischi e prospettive.....</b>	<b>20</b>
Più speranze che timori.....	20
Gli sviluppi esterni mettono a rischio la ripresa.....	21
Paesi emergenti dell'Asia: sfida alle turbolenze dall'esterno .....	24
America Latina: ripresa debole.....	27
Europa centrale e orientale: primi segnali di miglioramento.....	30
Area MENA: la ripresa dei prezzi del petrolio è una boccata d'ossigeno .....	32
Africa Sub Sahariana: prevista moderata ripresa.....	33
<b>4. Implicazioni sull'andamento delle insolvenze.....</b>	<b>35</b>
Andamento stabile delle insolvenze nelle economie avanzate.....	35
Un altro anno difficile per le imprese delle economie emergenti.....	38
<b>Appendice: Tabelle previsionali.....</b>	<b>39</b>

## Esclusione di responsabilità

Il presente studio ha scopi puramente informativi e non deve essere interpretato come raccomandazione per lo svolgimento di specifiche operazioni, investimenti ovvero per l'adozione di particolari strategie. Il lettore deciderà autonomamente come interpretare le informazioni fornite, a fini commerciali o altro. Sebbene sia stato fatto ogni sforzo per garantire che le informazioni contenute in questo studio sono state ottenute da fonti affidabili, Atradius declina ogni responsabilità per eventuali errori o omissioni, ovvero per i risultati ottenuti sulla base di queste informazioni. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono fornite senza elaborazioni, senza garanzie di completezza, accuratezza, puntualità o per i risultati di un loro eventuale utilizzo, e senza garanzie di alcun tipo, implicite o esplicite. Atradius, i suoi partner o i rispettivi partner, agenti e dipendenti declinano ogni responsabilità nei confronti di chiunque per decisioni prese o azioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nel presente studio o per danni indiretti, speciali o analoghi subiti, anche se a conoscenza della possibilità del verificarsi di tali danni.

# Sintesi

---

La primavera è nell'aria e ciò spiega il cauto ottimismo di questa edizione dell'Economic Outlook. La ripresa economica globale, che aveva iniziato a prendere slancio nella seconda metà del 2016, sosterrà ulteriormente la crescita nel 2017 e 2018. Tuttavia, l'incertezza politica, legata soprattutto allo sviluppo negli Stati Uniti, potrebbe frenare le prospettive di crescita.

## Punti principali

- La crescita del PIL globale dovrebbe accelerare del 2,9% quest'anno, dopo il risultato deludente del 2016 (+2,5%). Questo solido tasso di crescita dovrebbe essere confermato anche il prossimo anno, con un ulteriore aumento del 3,0%.
- Le prospettive per l'Eurozona sono positive, con una crescita prevista dell'1,7% nel 2017, in linea con l'anno precedente. L'economia degli Stati Uniti è particolarmente solida, con una previsione di crescita del 2,1% quest'anno. Nel Regno Unito, la crescita economica si è attestata a +1,7% (rispetto a +1,8% nel 2016) e inizia a mostrare segnali di rallentamento.
- Il miglioramento delle politiche e la ripresa dei prezzi delle materie prime stanno sostenendo la crescita del PIL in America Latina (+1,6%). Anche l'Europa orientale continua a crescere (+2,4%). I paesi dell'Asia Emergente continuano a registrare il tasso di crescita più elevato a livello mondiale (+5,7% nel 2017).
- Quest'anno i casi di insolvenza nei mercati avanzati dovrebbero mantenersi stabili, il risultato migliore dall'inizio della crisi finanziaria globale. Nonostante le buone prospettive per l'economia della maggior parte dei paesi emergenti, il numero di insolvenze continua ad aumentare.

Benché nel 2016 il contesto economico globale si sia stabilizzato dopo un'iniziale fase di turbolenza, il dato relativo alla crescita su base annua ha toccato il livello più basso dalla crisi finanziaria globale. Tuttavia, gli ultimi mesi dello scorso anno hanno fatto registrare una ripresa in entrambi i mercati avanzati e le economie emergenti.

Questo andamento dovrebbe proseguire, con prospettive più solide per il 2017 e il 2018. I fattori principali che stanno avendo un impatto sull'attuale contesto economico sono riassunti nel Capitolo 1. Sul lato positivo, si osservano segnali di ripresa per quanto riguarda la crescita del commercio, un moderato aumento degli investimenti, un forte ottimismo dal punto di vista finanziario e un orientamento accomodante delle politiche monetarie e forse persino di quelle fiscali.

Va detto, però, che si tratta per lo più di segnali deboli e un fattore importante pesa sulle prospettive dell'economia globale: l'incertezza politica, legata soprattutto allo sviluppo negli Stati Uniti.

In quest'ottica, non è possibile escludere dei rischi al ribasso. A nostro avviso, il protezionismo degli USA e una politica inefficace da parte della Federal Reserve sono i principali rischi che insistono sulle prospettive dell'economia globale.

Non possiamo inoltre escludere il rischio di un rallentamento della crescita nell'Eurozona o una brusca battuta d'arresto in Cina, anche se le probabilità sembrano oggi più remote. Infine, non escludiamo anche il rischio di un'eventuale correzione dei mercati azionari dopo l'impennata seguita all'elezione di Donald Trump.

Le prospettive generali per le economie avanzate sono presentate nel Capitolo 2. Il solido andamento dei consumi è il principale motore di crescita del PIL nell'Eurozona, negli USA e nel Regno Unito, mentre il forte incremento delle esportazioni nette sostiene la crescita del PIL del Giappone. Laddove gli esiti delle varie tornate elettorali in Europa stanno arginando l'avanzata dei movimenti populistici, l'incertezza politica resta elevata negli USA e nel Regno Unito. I tagli fiscali annunciati dall'amministrazione statunitense dovrebbero favorire il miglioramento della fiducia e sostenere una solida crescita. Il livello di fiducia delle imprese del Regno Unito si mantiene elevato, ma l'aumento dell'inflazione sta iniziando a pesare sulle finanze dei cittadini britannici e potrebbe frenare le prospettive di crescita.

La crescita economica nei mercati emergenti sta mostrando una buona ripresa dopo la frenata dello scorso anno. È ciò di cui parliamo nel Capitolo 3. La maggiore crescita nei mercati avanzati sta favorendo le esportazioni, mentre la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime sta sostenendo gli esportatori dei prodotti di base.

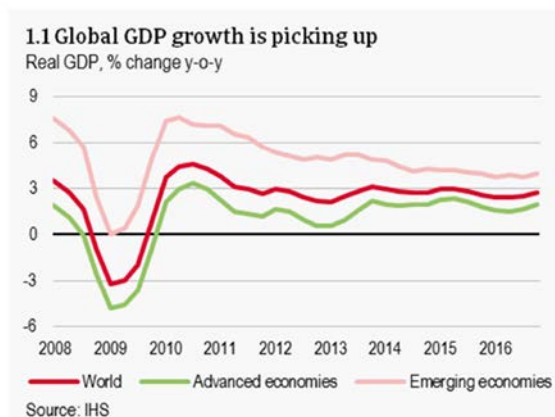
Tuttavia, qualora dovesse concretizzarsi uno scenario negativo di andamento sfavorevole del commercio e di inasprimento delle condizioni finanziarie, alcuni mercati potrebbero trovarsi in difficoltà. Si tratta dei paesi fortemente dipendenti dal commercio con gli USA (Messico e Vietnam), oppure dei paesi che hanno un elevato fabbisogno di finanziamento esterno (Malesia) o riserve inadeguate (Vietnam) o una combinazione di entrambe le cose (Argentina, Sudafrica e Turchia). Il protezionismo crescente, la stretta monetaria e il rallentamento della crescita della Cina avranno un

impatto sulle economie emergenti, anche se il loro effetto sulla crescita economica varia notevolmente tra i diversi paesi. Il Capitolo 4 riassume le nostre previsioni sulle insolvenze a livello globale. Dopo la performance superiore alle aspettative dello scorso anno, i casi di fallimento nei mercati avanzati dovrebbero registrare soltanto un lieve calo dell'1% quest'anno. Le prospettive sono relativamente compensate dal miglioramento registrato soprattutto nei paesi periferici dell'Eurozona, i cui valori assoluti restano comunque elevati. Le insolvenze dovrebbero tornare ad aumentare negli USA e nel Regno Unito, in parte a causa del clima di incertezza, anche se le prospettive per le imprese statunitensi potrebbero migliorare grazie agli annunciati tagli fiscali e al livello di fiducia elevato.

Le previsioni sulle insolvenze nei mercati emergenti sono più moderate per il 2017, anche se il contesto si mantiene difficile dato che le riforme frenano la crescita del PIL e il recente rallentamento continua a pesare sulle attività. I dati preliminari per il 2017 confermano un andamento positivo e si potrebbe quindi ipotizzare uno scenario più roseo, come nel caso dei mercati azionari che hanno visto una forte ripresa. Tuttavia, il clima di incertezza politica seguito al risultato delle elezioni statunitensi continua ad invitare alla cautela. Nonostante l'attuale fase di ripresa, il clima di incertezza si è fortemente aggravato. Questo è, in breve, ciò di cui parleremo in questo capitolo.

# 1. Il contesto macroeconomico globale

## Ripresa dell'attività globale in un contesto di incertezza crescente



Nell'edizione di novembre dell'Economic Outlook, le nostre previsioni erano più moderate, soprattutto in termini di commercio globale. Avevamo anche osservato come le economie emergenti si fossero dovute confrontare con le difficoltà legate al prezzo del petrolio e delle materie prime, al rallentamento della Cina e ad altre questioni politiche di natura idiosincrica. Il rallentamento della crescita dell'attività economica si era arrestato e vi erano i presupposti per una ripresa.

Guardando indietro, possiamo dire che in quel momento la ripresa era già iniziata. La crescita del commercio globale aveva registrato una battuta d'arresto nei primi mesi del 2016, per poi riprendere slancio. La crescita del PIL ha seguito un andamento simile. Inoltre, la ripresa dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, e persino degli investimenti, benché ancora debole, è stata un segnale incoraggiante.

I dati preliminari per il 2017 confermano un andamento positivo e si potrebbe quindi ipotizzare uno scenario più roseo, come nel caso dei mercati azionari che hanno visto una forte ripresa. Tuttavia, il clima di incertezza politica seguito al risultato delle elezioni statunitensi continua ad invitare alla cautela. Nonostante l'attuale fase di ripresa, il clima di incertezza si è fortemente aggravato. Questo è, in breve, ciò di cui parleremo in questo capitolo.



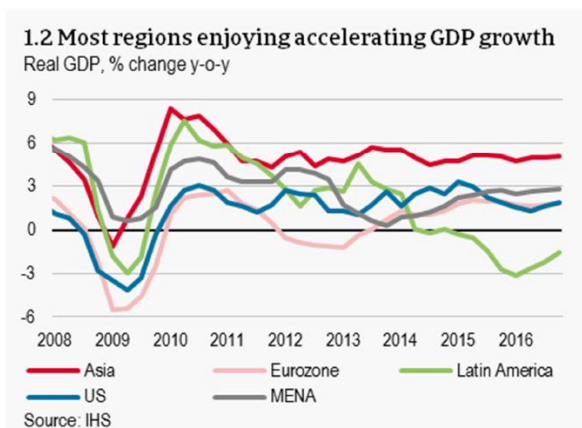
## La crescita del PIL è in fase di ripresa

Come previsto, la crescita globale si è mantenuta eccezionalmente debole nel 2016. L'aumento del 2,5% del PIL rappresenta il tasso di crescita annuale più basso dalla fine della crisi finanziaria globale.

A questo risultato hanno contribuito sia i mercati avanzati che le economie emergenti, i primi, per certi versi, in misura maggiore. Le economie avanzate hanno registrato una crescita dell'1,7% (2015: +2,1%) contro un aumento del 3,7% nelle economie emergenti (4%)<sup>1</sup>.

I dati annuali mascherano tuttavia un andamento più positivo se analizzati su base trimestrale: a partire dalla metà dello scorso anno, la crescita del PIL su base trimestrale ha infatti visto un'accelerazione in entrambi i mercati avanzati e le economie emergenti.

Ne deriva che l'economia globale ha mostrato dei segnali di rafforzamento nel 2016 che dovrebbero apparire ben più evidenti nel 2017 e 2018, come vedremo in questo studio.



Dal punto di vista regionale, la crescita è stata particolarmente evidente negli USA benché alcuni fattori temporanei (calo degli stock) abbiano inciso sul dato relativo al primo trimestre. Nel corso dell'anno gli investimenti del settore privato hanno mostrato una ripresa, contribuendo a riportare il tasso di crescita ai livelli abituali.

La crescita nell'Eurozona si è mantenuta più stabile nel corso dell'anno, sotto la spinta dei consumi privati. Ne deriva che i livelli di crescita negli USA e nell'Eurozona hanno chiuso più o meno alla pari (rispettivamente 1,7% e 1,6%), anche se ben al di sotto dei livelli del 2015 (2,6% per gli USA e 1,9% per l'Eurozona)<sup>2</sup>. In America Latina,

<sup>1</sup> I dati citati indicano che la differenza di crescita tra i mercati avanzati e le economie emergenti resta nell'ordine del 2%, una percentuale insolitamente bassa se rapportata, ad esempio, ai dati precedenti alla crisi del 2007 quando la differenza era di circa il 5,5%.

<sup>2</sup> Si tratta di un risultato insolito se consideriamo che la crescita degli USA è solitamente maggiore di 1 punto percentuale.

soprattutto Brasile e Argentina hanno mostrato altrettanta elasticità dato che entrambi i paesi avevano già iniziato ad uscire dalla fase di recessione. Nel frattempo, la crescita dell'Asia si è mantenuta stabile al 5,7%, con un significativo margine di vantaggio rispetto al resto del mondo. Il rallentamento della Cina non sta avendo un impatto significativo a livello regionale dato il ruolo di leadership assunto dall'India in termini di crescita globale.

## 2017 e 2018: la primavera è nell'aria

Dopo che la seconda metà del 2016 aveva già suggerito un buon andamento in termini di crescita, nel 2017 questa tendenza dovrebbe proseguire. Nello specifico, la crescita del PIL degli Stati Uniti dovrebbe riportarsi ai livelli abituali (intorno al 2%), anche grazie agli annunciati tagli fiscali.

La crescita dell'Eurozona si manterrà più o meno allo stesso livello, grazie al supporto fornito dalla politica monetaria e al miglioramento dei tassi di occupazione che favorisce il buon andamento dei consumi. Ciò dovrebbe sostenere una lieve espansione dell'attività economica nei mercati avanzati, che dovrebbe proseguire anche nel 2018. Per quanto riguarda le economie emergenti, l'attuale rallentamento della Cina continuerà a pesare sulla crescita dell'Asia, benché affiancato dalla solida crescita di altri colossi regionali quali India e Indonesia.

Nel 2017 la fine della fase di recessione in molte importanti economie emergenti, quali Brasile e Argentina in America Latina e Russia in Europa orientale, contribuisce a favorire l'espansione a livello globale, che dovrebbe portarsi al 2,9% quest'anno e al 3% nel 2018.

Table 1.1 Real GDP growth (%) - Major regions

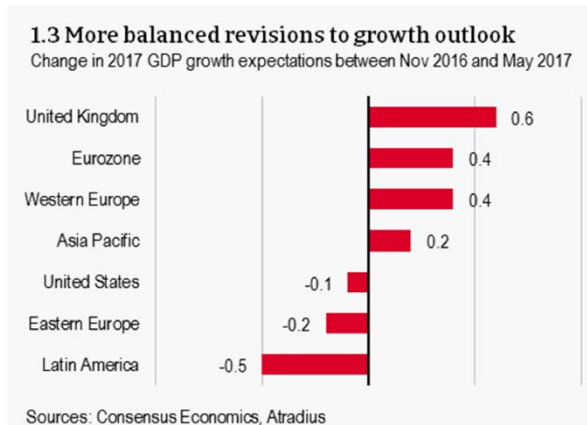
	2016	2017f	2018f
Eurozone	1.7	1.7	1.6
United States	1.6	2.1	2.4
Emerging Asia	5.7	5.7	5.6
Latin America	-0.6	1.6	2.6
Eastern Europe	1.7	2.5	2.7
Total	2.5	2.9	3.0

Source: Consensus Forecasts (May 2017)

Alla luce di queste considerazioni, possiamo notare come la tendenza verso una maggiore stabilità, già evidenziata nella nostra edizione di novembre, abbia avuto una conferma.

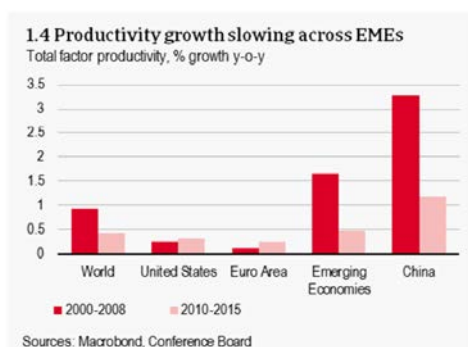
Le revisioni delle stime di crescita del PIL sono oggi meno drammatiche e più equilibrate rispetto alle continue stime al ribasso degli ultimi anni. In particolare dallo scorso mese di settembre le stime sono state riviste al rialzo per quanto riguarda l'Asia (+0,2 punti percentuali) e l'Eurozona (+0,4), mentre nel caso di Stati Uniti e Europa orientale le stime hanno visto un lieve ribasso

(rispettivamente -0,1 e -0,2), come anche per quanto riguarda l'America Latina (-0,5). Si potrebbe pensare che si tratti di un segnale di maggiore stabilità economica piuttosto che di migliori capacità previsionali.<sup>3</sup>



Nonostante il generale miglioramento, la crescita si mantiene debole. Più nello specifico, nel periodo 2000-2008 precedente alla crisi finanziaria, la crescita globale si attestava tra il 3,5% e il 4%, mentre oggi oscilla tra il 2,5% e il 3%.

Oltre all'incremento demografico (soprattutto della forza lavoro), il principale motore a lungo termine è la crescita della produttività totale dei fattori, in altre parole la misura in cui uomini e macchine riescono a lavorare insieme in modo più efficiente. Uno studio condotto dal Fondo Monetario Internazionale evidenzia come la produttività totale dei fattori contribuisca in modo significativo alla crescita della produzione.<sup>4</sup>



I dati relativi alla produttività totale dei fattori presentati dalla Conference Board mostrano un quadro interessante. A livello globale, la crescita della

<sup>3</sup> Le previsioni su cui si basa la nostra analisi sono il consolidamento di diverse previsioni individuali e ciò suggerisce che le nuove stime sono attribuibili a un contesto macroeconomico più stabile e non al miglioramento delle capacità di previsione.

<sup>4</sup> Si veda "Gone with the Headwinds: Global Productivity.", FMI, aprile 2017. Nel caso delle economie avanzate, il forte rallentamento della crescita della produttività ha contribuito per il 40% al rallentamento della crescita del PIL.

produttività si è più che dimezzata dall'inizio della crisi e benché ciò sia più o meno in linea con le aspettative, gli altri dati chiave riportati nel grafico sono piuttosto sorprendenti. La crescita della produttività negli Stati Uniti e nell'Eurozona ha visto un lieve miglioramento dall'inizio della crisi (pur mantenendosi a un livello basso). Per contro, la crescita della produttività totale dei fattori nelle economie emergenti ha registrato un forte calo, portandosi a circa un quarto dei livelli pre-crisi e ad un tasso vicino a quello delle economie avanzate. Il quadro è ancora più evidente nel caso della Cina. Infatti, i livelli di crescita della produttività di Stati Uniti, Eurozona ed economie emergenti, inclusa la Cina, tendono sempre più alla convergenza. L'aumento della produttività nelle economie emergenti, e in particolare in Cina, si mantiene ancora a livelli elevati, mentre il rallentamento della produttività nei mercati avanzati, benché in miglioramento, è probabilmente dovuto all'assenza di importanti sviluppi tecnologici. Inoltre, dopo la crisi finanziaria fattori quali la stretta creditizia e la conseguente debolezza dei bilanci, il calo degli investimenti, soprattutto in beni immateriali, la distribuzione inadeguata delle risorse e la persistente incertezza non hanno sicuramente aiutato, allo stesso modo di altri fattori quali il rallentamento del commercio internazionale e la maturazione dei benefici legati all'integrazione delle catene di fornitura. Tuttavia, il calo della produttività dei fattori nelle economie emergenti, e in particolare in Cina, non è attribuibile soltanto a queste circostanze.

In questo contesto, è possibile trovare due motivazioni, al di là della tesi secondo cui i dati relativi alla crescita della produttività potrebbero essere stati sovrastimati prima dell'inizio della crisi. In primo luogo, il fatto che i livelli di produttività (piuttosto che la crescita della produttività) nelle economie emergenti siano ancora inferiori rispetto a quelli nelle economie avanzate indica che le prime devono ancora recuperare un notevole ritardo. Questo processo sembra aver subito una battuta d'arresto, o quantomeno un rallentamento. C'è ancora molta strada da fare per quanto riguarda la diffusione della tecnologia, un aspetto che è stato evidenziato anche da una recente ricerca condotta dalla Banca d'Inghilterra e il cui esito è ancora da determinare<sup>5</sup>. In secondo luogo, a partire dalla crisi del 2008 la Cina ha potuto contare su enormi incentivi fiscali: l'economia ha beneficiato di circa 800 miliardi di Dollari, di cui la quota maggiore è stata destinata alle infrastrutture. Come sottolinea il Fondo Monetario Internazionale, gli investimenti in strade, ferrovie e ponti hanno un impatto limitato sulla produttività e ciò aiuta a spiegare quantomeno il

<sup>5</sup> Banca d'Inghilterra, "Productivity Puzzles." Discorso tenuto da Andrew Haldane alla London School of Economics, marzo 2017.



rallentamento della crescita della produttività in Cina e, a sua volta, nelle economie emergenti.

### Continua la ripresa nel commercio internazionale

A novembre 2016 le nostre previsioni in materia di commercio globale erano piuttosto negative. I dati relativi al mese di luglio mostravano soltanto una crescita marginale dello 0,3%. La crescita complessiva del commercio globale si è attestata all'1,3% nel 2016, un dato molto basso rispetto al 2% registrato nel 2015, per non parlare della precedente media a lungo termine (5,5%). Tuttavia, la situazione non appare più così negativa come prospettato a novembre. L'Asia ha dato il suo contributo mostrando un'ottima elasticità nella seconda metà del 2016 e invertendo la tendenza negativa di luglio, con una crescita dell'1,6% su base annua. Sembra quindi che l'Asia stia registrando un'inversione di tendenza dopo la modesta crescita dello 0,5% nel 2015. Nondimeno, il dato è significativamente più basso rispetto agli standard a cui ci avevamo abituato i paesi asiatici. L'Europa orientale ha visto un'analoga inversione di tendenza e i dati di fine anno mostrano una solida crescita del 6% dopo tre anni di flessione.



Per quanto riguarda l'Eurozona, i dati relativi alla crescita del commercio si sono mantenuti sostanzialmente stabili nel corso dell'anno (1,9%), lievemente al di sotto del dato registrato nel 2015. Per quanto riguarda il commercio statunitense, i dati si sono mantenuti stabili nel corso dell'anno, senza segnali di crescita, mentre l'America Latina si è fermata soltanto allo 0,6%, a dimostrazione del fatto che la tendenza negativa in questi paesi non ha ancora visto un'inversione.

Il Baltic Dry Index (1985 = 1000) si è rivelato un utile indicatore di potenziali inversioni di tendenza ed è salito ad oltre 1200 alla fine dell'autunno rispetto a 300 nei primi mesi dell'anno, suggerendo quindi un miglioramento. Da allora questo indicatore si è mantenuto stabile e alla fine di marzo era persino salito a 1300. Inoltre, quale ulteriore segnale di ripresa, gli ordini globali del settore dell'export hanno visto un aumento a partire dallo scorso mese di luglio e continuano ad accelerare. Questi indicatori suggeriscono

che, per quanto riguarda il commercio internazionale, il peggio dovrebbe essere passato. I dati relativi ai primi mesi dell'anno confermano questa tendenza e consentono di formulare previsioni confortanti per quanto riguarda l'andamento degli scambi commerciali nel 2017: il Fondo Monetario Internazionale prevede una crescita del 3,8%, in linea con le stime della Banca Mondiale (+3,6%), mentre l'OMC si mantiene più prudente e conferma le sue previsioni dello scorso settembre di una crescita compresa tra l'1,8% e il 3,1%. Le previsioni di Atradius indicano che il commercio internazionale crescerà del 3,2% nel 2017 per poi stabilizzarsi al 3,4% nel 2018. Per quanto riguarda il prossimo anno, la Banca Mondiale stima una crescita del 4% che, pur se inferiore alla media a lungo termine, conferma la fase di ripresa.

La domanda è se tali previsioni siano giustificate e, in questo senso, può essere utile cercare di capire perché il commercio internazionale abbia fatto registrare una flessione nel 2016. Utilizzando come base i dati della Banca Mondiale<sup>6</sup>, emergono tre fattori chiave: sviluppo strutturale, liberalizzazione del commercio e aspetti di natura ciclica, a cui riteniamo di dover aggiungere l'incertezza politica.

In primo luogo, per quanto riguarda lo sviluppo strutturale, nella nostra edizione di novembre avevamo già sottolineato come la Cina avesse assunto il ruolo di "fabbrica del mondo" dando un forte impulso alla crescita degli scambi commerciali. In questo processo, i prodotti intermedi che contribuiscono al prodotto finale varcano più volte le frontiere. Tuttavia, questo processo inizia ad essere superato e la Cina ha iniziato a produrre localmente. Un simile "rallentamento" della partecipazione alla catena di fornitura globale è stato osservato in Giappone e negli Stati Uniti<sup>7</sup>. Si tratta del naturale processo di specializzazione tra i diversi paesi, che ha tuttavia la conseguenza di rallentare la crescita degli scambi commerciali.

In secondo luogo, la liberalizzazione del commercio continua ad essere sotto forte pressione, in particolare negli USA e in Europa. Infatti, uno dei primi provvedimenti del neo-eletto Presidente Trump è stato il ritiro degli USA dal Partenariato Trans-Pacifico (TPP). La nuova amministrazione ha anche chiesto la rinegoziazione del NAFTA (Accordo nordamericano per il libero scambio). Il trattato TPP aveva già conosciuto uno stallone nel 2016 a causa soprattutto degli sviluppi politici in Europa. L'esito del referendum sulla Brexit ha dato un'ulteriore conferma dell'atteggiamento negativo nei confronti della liberalizzazione del commercio. Nel 2016, i paesi del G20 hanno adottato misure volte a limitare, piuttosto che a facilitare, il commercio. Benché siano

<sup>6</sup> Global Economic Perspectives. Weak Investment in Uncertain Times. Gennaio 2017

<sup>7</sup> Idem

ancora disponibili incentivi e misure di salvaguardia commerciale<sup>8</sup>, si nota una crescente tendenza verso l'adozione di misure opache, quali requisiti di posizione, incentivi all'export e misure di finanziamento del commercio. Malgrado questo contesto negativo, a gennaio 2017 è entrato in vigore l'Accordo sulla facilitazione degli scambi (si veda il Box 1.1).

In terzo luogo, per quanto riguarda l'aspetto della ciclicità, vi sono alcuni aspetti da analizzare. A) Poiché la Cina sta assumendo un ruolo sempre più importante nella catena del valore globale, il suo rallentamento e le sue politiche di riequilibrio dell'economia hanno un impatto diretto sul commercio. La domanda di importazioni cinesi sta rallentando a causa dello spostamento verso servizi con minore intensità di scambi. Ciò ha un impatto significativo sui volumi degli scambi di materie prime, in particolare tra la Cina e l'America Latina. B) I prezzi delle materie prime sono stati penalizzati, con un impatto negativo sugli investimenti in merci a livello mondiale. Il fatto che anche gli investimenti siano ad elevata intensità di scambi aumenta l'impatto sul commercio. C) La crescita lenta del PIL ha contribuito a frenare la domanda e, di conseguenza, gli scambi commerciali.

L'andamento negativo del commercio in America Latina è dovuto all'attuale fase di recessione di molti dei suoi paesi più grandi. Viceversa, la solida crescita del PIL in Europa ha sostenuto l'andamento positivo degli scambi commerciali nei suoi paesi. D) Il prezzo del petrolio ha visto una ripresa nel 2016, ma si mantiene ancora al di sotto dei 50 dollari per barile di Brent. Come evidenziato dalla Banca Mondiale, la perdita di reddito legata al calo dei prezzi è concentrata in pochi paesi, mentre i vantaggi sono più diffusi. L'effetto netto sul commercio è negativo: l'aumento aggregato dell'import nei paesi che importano petrolio è inferiore al calo dell'import nei paesi esportatori. D'altro canto, l'inversione di tendenza in Europa orientale è stata sostenuta dall'uscita dalla recessione della Russia, grazie anche all'aumento delle esportazioni di energia. E) Alcuni fattori idiosincratici, tra cui la forza del Dollaro statunitense, hanno avuto un ruolo importante, almeno per quanto riguarda la mancata crescita del commercio negli Stati Uniti. Infine, non possiamo tralasciare l'incertezza politica. Uno studio della Banca Mondiale ha evidenziato che circa il 75% della differenza della crescita degli scambi commerciali tra il 2016 e il 2015 può essere attribuita a questo fattore (si veda la Figura 1.6)<sup>9</sup>. È questa incertezza a pesare sulla crescita del PIL dato che imprese e famiglie preferiscono ridurre gli investimenti e i consumi. Le imprese rimandano inoltre i progetti di espansione in altri mercati

esteri, con un impatto diretto sulla crescita del commercio.

### Box 1.1 Gli Stati Uniti e l'economia globale

Questi sviluppi, o potenziali sviluppi, negli USA hanno una rilevanza a livello globale. Gli USA sono la seconda economia mondiale, subito dopo la Cina, e hanno contribuito al 16% del PIL globale nel 2015 (in termini di potere d'acquisto). Mentre le altre economie avanzate iniziavano a perdere terreno, la quota di produzione degli Stati Uniti a livello mondiale si è mantenuta costante sin dagli anni '80. Gli USA contribuiscono al 14% delle importazioni globali di merci e al 9% delle importazioni globali di servizi. I suoi principali partner commerciali sono Cina (24%), UE (20%) e Messico e Canada (24%). Gli USA sono fortemente integrati nel mercato finanziario globale, basti pensare che l'80% dei bond emessi e il 50% dei flussi bancari sono espressi in Dollari statunitensi. I suoi attivi e passivi all'estero superano di tre volte il suo PIL, sostanzialmente in linea con altre economie avanzate. Gli USA sono, inoltre, la principale fonte e il principale destinatario degli investimenti esteri diretti (IED), soprattutto in relazione con il Canada e l'UE. L'America Latina (in particolare il Messico) dipende fortemente dai flussi degli IED statunitensi. Gli USA sono il principale consumatore e produttore di materie prime: detengono il 13% della produzione globale di gas e petrolio, che rappresenta una fonte flessibile grazie alla struttura dell'offerta di un vasto numero di piccole imprese a basso costo. Allo stesso tempo, gli USA occupano il primo posto in quanto a consumo di petrolio e gas e il secondo per quanto riguarda una vasta gamma di materie prime, tra cui alluminio, rame e piombo.

Considerato che alcuni fattori strutturali sono difficili da modificare e che il clima politico in molte economie avanzate sta andando a sfavore del libero scambio, la ripresa del commercio nel 2017 e 2018 dipenderà da alcune componenti cicliche. Anche se la Cina continuerà nella sua fase di rallentamento e di riequilibrio dell'economia, la crescita del PIL globale dovrebbe mostrare una ripresa, così come gli investimenti. Inoltre, nelle grandi economie emergenti quali il Brasile, la Russia e persino l'Argentina, il PIL sta ugualmente tornando a crescere e ciò favorirà una ripresa degli scambi commerciali. Tuttavia, il clima di forte incertezza politica, soprattutto negli Stati Uniti, in relazione alle politiche commerciali continua a pesare sulle previsioni.

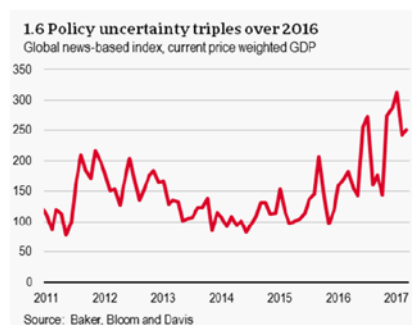
<sup>8</sup> Questi possono essere utilizzati per rinviare temporaneamente le importazioni.

<sup>9</sup> "Trade Developments in 2016: Policy Uncertainty Weighs on World Trade", Banca Mondiale, febbraio 2017.

## Aumenta l'incertezza politica

Con l'insediamento del nuovo Presidente, a Washington e nel resto del mondo, hanno iniziato a tirare dei venti di cambiamento. Il fatto che le elezioni siano state vinte facendo leva sul malcontento di chi si era sentito messo da parte durante il processo di globalizzazione<sup>10</sup> suggerisce che gli USA tenderanno a chiudersi maggiormente in sé stessi. I principali cambiamenti politici saranno probabilmente un approccio più aggressivo nei confronti del commercio (e la spinta alla localizzazione sul territorio nazionale), la deregolamentazione, il sostegno agli interventi infrastrutturali nonché i tagli e le riforme fiscali. Secondo l'amministrazione statunitense, ciò favorirà una crescita del 3-4% nei prossimi anni, grazie soprattutto agli incentivi fiscali. Si tratta indubbiamente di una prospettiva interessante, ma alla retorica elettorale non è finora seguito un quadro normativo coerente con le promesse fatte. Mentre l'amministrazione sta scontrandosi con le difficoltà legate all'attuazione del processo legislativo, l'incertezza politica ha visto un'impennata.<sup>11</sup>

Le ripercussioni legate allo sviluppo negli Stati Uniti potrebbero pertanto avere un potenziale impatto sull'economia globale. In particolare, il significativo aumento del 10% dell'Indice dell'incertezza politica economica (Economic Policy Uncertainty Index, EPU) potrebbe frenare la crescita degli Stati Uniti di 0,15 punti percentuali, estendendosi anche alla crescita delle economie emergenti (-0,2 punti percentuali) a causa del taglio degli investimenti da parte delle imprese, con ripercussioni anche sul commercio. In questo contesto, si potrebbe pensare che il contributo dell'amministrazione Trump sia stato finora negativo e la domanda è quindi se ci si debba aspettare un effetto positivo (oppure negativo) dalle politiche attualmente in fase di definizione.



La probabile risposta è che l'effetto, se del caso, sarà molto limitato, almeno per quanto riguarda il 2017 e il 2018. Innanzitutto, per quanto riguarda il commercio, l'uscita dal TPP e la rinegoziazione degli accordi NAFTA sono indubbiamente un fattore di incertezza, anche perché la firma di accordi con altri paesi richiede del tempo. L'approvazione di misure turbative, ad esempio l'imposizione di dazi sui prodotti provenienti dalla Cina, potrebbe avere degli effetti a breve termine proprio sui consumatori e sulle imprese statunitensi, mentre la retorica della campagna elettorale potrebbe rivelarsi efficace nello spingere i governi esteri a consentire alle imprese degli Stati Uniti di accedere più facilmente ai mercati.<sup>12</sup> In secondo luogo, si era parlato di un programma di supporto alle infrastrutture che avrebbe previsto investimenti per 1 trilione di Dollari, ma la manovra non sembra essere stata inserita nel bilancio per l'esercizio fiscale 2017/2018. In ogni caso, dato il tempo richiesto per le procedure di pianificazione, non vi sarà un impatto tangibile prima del 2019.

In terzo luogo, l'aumento delle spese per la difesa (pari a 54 miliardi di Dollari) attualmente allo studio dell'amministrazione statunitense andrebbe a discapito di altre voci di bilancio, tra cui previdenza sociale e ambiente. Ciò potrebbe avere un modesto vantaggio dal punto di vista fiscale, ma l'approvazione da parte del Congresso è ancora tutta da verificare.<sup>13</sup> Infine, date le limitate capacità di spesa, le stesse restrizioni andrebbero applicate anche ai tagli fiscali. Tuttavia, è possibile aspettarsi un moderato effetto positivo dalla riforma della normativa fiscale. Il nostro scenario di base prevede quindi che i cambiamenti in termini di politica economica dell'amministrazione Trump saranno piuttosto limitati così come il loro impatto a livello globale. Resta comunque l'incertezza del contesto politico, anche se il recente calo dell'Indice EPU

<sup>10</sup> Nonostante la perdita del voto popolare (oltre tre milioni di voti in meno rispetto all'avversaria), è stato il forte consenso raccolto nello Stato dei Grandi Laghi negli ultimi giorni della campagna elettorale a decretare il successo di Trump, proprio mentre lo staff della Clinton stava già festeggiando la prevista vittoria in quegli Stati che erano considerati la roccaforte dei Democratici.

<sup>11</sup> Il fallimento dell'abolizione dell'Obamacare alla fine di marzo, fortemente osteggiata da una minoranza di Repubblicani, è un esempio del clima di incertezza politica.

<sup>12</sup> Vale la pena di sottolineare che l'amministrazione ha già fatto marcia indietro annunciando che non dichiarerà la Cina un manipolatore di valuta sulla base dei risultati di uno studio del Dipartimento del Tesoro ancora da pubblicare. Ciò significa che la probabilità che la Cina venga etichettata come un manipolatore dei tassi di cambio si è fatta più remota. La Cina non rientra nei requisiti relativi al deficit della bilancia commerciale, al disavanzo delle partite correnti e agli interventi sui mercati dei cambi per deprezzare la valuta (in effetti, la Cina ha fatto esattamente il contrario).

<sup>13</sup> Si veda "IIF, US Economic Update Looking Towards 2018".

suggerisce un miglioramento che, se confermato, contribuirebbe ad alleviare la pressione sul PIL.

## Il mercato del petrolio si mantiene piatto

Benché nell'edizione di novembre avessimo sottolineato il fatto che il mercato del petrolio è costantemente esposto a oscillazioni, in questo momento stiamo osservando un periodo di relativa stabilità dei prezzi, che si attesta intorno ai 50 Dollari per barile di Brent. Ciò è dovuto alla decisione dell'OPEC, lo scorso novembre, di limitare la produzione a 32,5 milioni di barili al giorno nella prima metà del 2017, oltre il 3,5% in meno rispetto ai livelli di ottobre 2016. Si tratta del primo taglio alla produzione dal 2008 e ha coinvolto anche un paese non OPEC (Russia). Se mantenuto, l'accordo contribuirà a riequilibrare l'offerta e la domanda sul mercato petrolifero nella prima metà del 2017 e porterà a condizioni più rigide sul mercato nei mesi successivi, favorendo la ripresa dei prezzi.



Il nostro scenario di base prevede che l'accordo resterà in vigore anche se questo tipo di accordi sono notoriamente difficili da rispettare nel lungo periodo.<sup>14</sup> La precedente strategia di non imporre alcun limite alla produzione nel tentativo di contrastare i produttori statunitensi di gas di scisto è stata accantonata. I principali produttori di petrolio si sono dovuti confrontare con gravi problemi di finanza pubblica dato che le loro economie sono ancora poco diversificate. Riteniamo quindi che i tagli alla produzione resteranno in vigore, in un modo o nell'altro, contribuendo a sostenere i prezzi.

Nel frattempo, la produzione statunitense di gas di scisto contribuisce a contenere i prezzi nell'ordine dei 60 Dollari a barile. L'aumento dei prezzi ha già favorito la ripresa delle attività estrattive negli Stati Uniti (lo scorso maggio i pozzi in funzione erano oltre 700, in aumento rispetto a

<sup>14</sup> "Global Economic Prospects", Banca Mondiale, gennaio 2017.

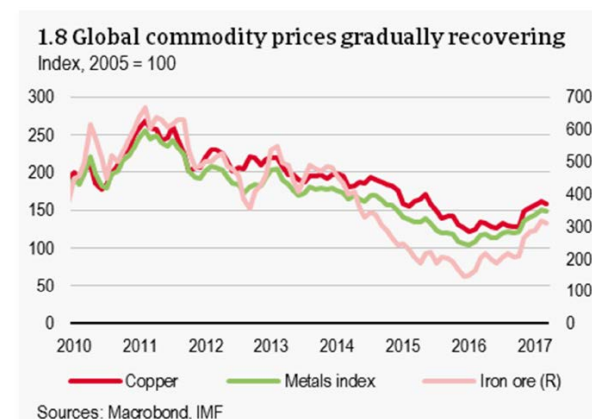
maggio 2016 e in linea con il livello del 2015). Il processo di deregolamentazione annunciato dal governo statunitense, che contribuirebbe a ridurre i costi di produzione, dovrebbe favorire il settore.

Ne deriva che i prezzi del petrolio dovrebbero mantenersi più stabili, nell'ordine dei 50-60 Dollari al barile, nel periodo in esame. Detto questo, è bene ricordare che il prezzo del petrolio è notoriamente difficile da prevedere ed è soggetto a oscillazioni a breve termine, ad esempio a causa dell'instabilità politica di alcuni produttori tra cui Iraq, Libia, Nigeria e Venezuela.

Va anche ricordato che alcuni fattori, quali la domanda crescente da parte delle economie emergenti sostenuta dall'aumento del reddito disponibile, potrebbero far salire i prezzi del petrolio. L'aumento della domanda è tale da richiedere investimenti in risorse meno accessibili, quali sabbie bituminose e acque profonde. In questo senso, il prezzo del petrolio è destinato a salire, quantomeno a medio/lungo termine.<sup>15</sup>

## Prezzi delle materie prime: fuori dai guai

A partire dall'inizio del 2016, dopo aver toccato minimi storici, i prezzi hanno visto una graduale ripresa, a conferma di quanto previsto nella precedente edizione del nostro Economic Outlook. L'aumento dei prezzi ha visto un'accelerazione dallo scorso mese di ottobre. L'indice complessivo dei metalli è cresciuto del 50% su base annua, mentre rame e minerali ferrosi sono cresciuti, rispettivamente, di oltre il 125% e il 200% dallo scorso novembre ai primi di marzo di quest'anno.



L'aumento dei prezzi è stato sostenuto dalla ripresa economica globale. La crescita della produzione nei settori automobilistico e delle costruzioni, tra i principali utilizzatori di prodotti in metallo, ha favorito l'andamento

<sup>15</sup> Per un'analisi più approfondita, si invita a consultare lo studio "Oil and gas market" di Atradius Economic Research (gennaio 2017).

dei prezzi. Gli incentivi del governo cinese a favore del settore immobiliare e dell'edilizia continuano a sostenere i prezzi. Il 51% della domanda globale di materie prime dipende dalla Cina, i cui sviluppi sono quindi determinanti in materia di prezzi. Il rialzo dei prezzi è stato anche favorito dagli adeguamenti sul fronte dell'offerta di alcune materie prime.

La Cina ha annunciato l'intenzione di ridurre la sua capacità per quanto riguarda la fusione dell'alluminio. Alla ripresa dei prezzi del rame hanno contribuito l'ondata di scioperi in Cile, le inondazioni che hanno colpito il Perù e una controversia sui diritti di proprietà in Indonesia. Più in generale, i prezzi hanno anche beneficiato della relativa debolezza del Dollaro statunitense nei primi mesi di quest'anno dato che le materie prime sono prezzate in dollari.

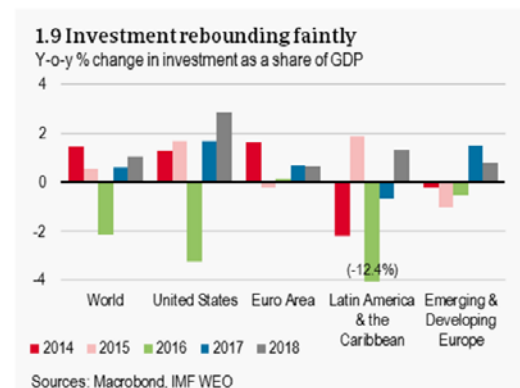
Con la ripresa delle attività a livello globale, la fiducia degli investitori è tornata positiva, rafforzando le prospettive su cui continuano a pesare, tuttavia, le incognite relative all'effettiva riduzione della capacità produttiva. I tassi di utilizzo dell'acciaio grezzo e di altri prodotti intermedi in acciaio sono ancora ben al di sotto della media a lungo termine. Soprattutto nel caso della Cina, i tagli alla produzione sono ancora un processo in corso. Inoltre, una politica più protezionistica da parte degli Stati Uniti potrebbe determinare una contrazione della domanda e del commercio di materie prime, in particolare proprio dalla Cina. Pur non trattandosi del nostro scenario di base, è evidente che le prospettive del mercato delle materie prime sono avvolte dall'incertezza.

## Gli investimenti bassi dovrebbero tornare a crescere

Il calo degli investimenti è stato uno degli aspetti che hanno caratterizzato l'attività economica nel 2016. A livello globale, la quota degli investimenti sul PIL ha visto una contrazione di quasi il 2%. Asia Emergente (-2,5%), Europa Orientale (-3%) e America Latina (-7%) hanno registrato una flessione negativa; anche gli investimenti negli Stati Uniti hanno inaspettatamente visto un calo del 3%.

L'Eurozona è stata la sola regione a registrare un andamento più positivo (+1%). Questi dati suggeriscono come la crescita globale del PIL sia stata sostenuta dai consumi.<sup>16</sup> Ciò appare evidente per quanto riguarda Asia Emergente, Europa Orientale e Stati Uniti, dove l'aumento del PIL è stato positivo. Nel caso dell'Eurozona,

la crescita del PIL è stata superiore alla crescita degli investimenti, mentre in America Latina la contrazione del PIL si è attestata ben al di sotto di quella degli investimenti. In breve, la crescita degli investimenti è stata debole, in particolare nelle economie emergenti.<sup>17</sup>



Ciò è dovuto a diversi fattori. Innanzitutto, le principali economie emergenti (Cina, Russia, India, Brasile e Sudafrica) hanno registrato un rallentamento significativo degli investimenti in linea con il rallentamento/contrazione della crescita del PIL. La Cina ha contribuito per oltre un terzo, così come Russia e Brasile. In secondo luogo, gli esportatori nel settore energetico, dei metalli e di altre materie prime continuano a doversi confrontare con il calo dei prezzi e l'eccesso di capacità. In terzo luogo, i flussi di investimenti esteri diretti per gli esportatori di materie prime si sono mantenuti limitati a causa della debolezza della crescita del PIL nelle economie avanzate. In quarto luogo, l'incertezza crescente, dovuta tra l'altro alle tensioni geopolitiche in Europa orientale e a gravi problemi politici e di sicurezza interna (ad esempio, in Brasile) e nei paesi del Medio Oriente, ha pesato sugli investimenti. I nuovi orientamenti politici negli USA e in Europa hanno contribuito ad aggravare la situazione. Nel momento in cui l'evoluzione di alcuni di questi fattori volgerà al meglio, anche gli investimenti potranno tornare a crescere.

La flessione degli investimenti ha un impatto ancora maggiore in un momento in cui le infrastrutture e il sistema scolastico e sanitario devono adeguarsi per stare al passo con lo sviluppo dell'economia. Inoltre, gli esportatori di materie prime hanno bisogno di investire per diversificare la propria economia. Tuttavia, al momento è prevista soltanto una lieve ripresa. Se, da un lato, il rallentamento degli investimenti in Cina dovrebbe proseguire, nel caso di Russia e Brasile gli investimenti dovrebbero tornare a crescere con l'uscita dalla

<sup>16</sup> Si veda anche "BIS Quarterly Review", marzo 2017.

<sup>17</sup> Il calo, lo scorso anno, degli investimenti negli Stati Uniti è stato attribuito alla pressione sui margini di profitto (dovuta anche alla forza del Dollaro) e all'incertezza in merito alle riforme fiscali. Si veda anche "IIF Global Economic Monitor", 13 dicembre 2016.



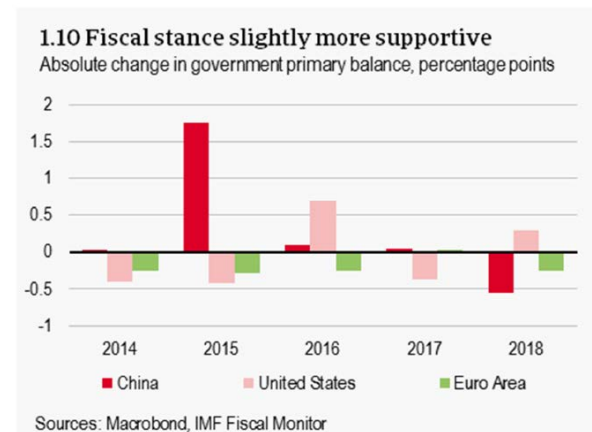
fase di recessione e il miglioramento dell'economia globale. I prezzi del petrolio e delle materie prime stanno risalendo e ciò favorirà una ripresa, benché graduale, degli investimenti soprattutto nel settore energetico. La ripresa della crescita nelle economie avanzate dovrebbe favorire anche gli investimenti esteri diretti. D'altro canto, il clima di maggiore incertezza è destinato a proseguire, anche se i dubbi legati alla politica economica degli Stati Uniti potrebbero attenuarsi. Ciò suggerisce una debole ripresa nelle diverse regioni e, tuttavia, una crescita negativa degli investimenti in Asia a causa del rallentamento della Cina.

## Maggiore importanza delle politiche fiscali?

Nonostante lo scetticismo espresso nella nostra edizione di novembre, la politica fiscale si è rivelata più favorevole nel 2016. Come evidenziato nel Fiscal Monitor del Fondo Monetario Internazionale, lo scorso anno le economie avanzate hanno allentato di un quinto la loro politica di bilancio. Anche se in apparenza può sembrare un dato trascurabile, segna comunque una rottura con l'andamento consolidato degli ultimi cinque anni (si veda la Figura 1.10). La politica di bilancio dell'Eurozona è stata piuttosto restrittiva anche se l'Italia, la Spagna e, in misura minore, la Germania hanno adottato alcune misure di sostegno fiscale. Per quanto riguarda la Cina, il 2016 è stato un altro anno di moderati stimoli fiscali.

L'adozione di politiche di supporto era stata motivata principalmente dall'incertezza relativa alla ripresa economica e alla crescita a medio/lungo termine, con la conseguente esigenza di investimenti pubblici, soprattutto in infrastrutture. In Germania, le misure di sostegno fiscale erano volte a conseguire obiettivi di natura sociale quali la spesa per le pensioni e per l'aiuto ai rifugiati. Gli stimoli fiscali varati dalla Cina hanno lo scopo di mitigare l'impatto negativo delle riforme volte a ridurre la vulnerabilità finanziaria di imprese e famiglie. Tra questi tre blocchi economici principali, la Cina è essenzialmente l'unico paese ad aver garantito un consistente sostegno fiscale. Per il 2017 questo sostegno potrebbe non essere più necessario in Cina, come si evince dalla prevista politica fiscale più restrittiva. Lo stesso vale per l'Eurozona. Nel 2018 l'amministrazione Trump varerà alcune misure di riforma fiscale il cui effetto, tuttavia, potrebbe essere limitato. Ciò significa che il sostegno fiscale per l'economia globale resta debole, benché i tassi di interesse bassi lascino spazio per

ulteriore supporto. In un certo senso, se la ripresa dell'economia globale si confermerà solida come previsto, il ricorso a una politica di sostegno potrebbe<sup>18</sup> non essere necessario e i governi potrebbero persino decidere di attendere l'evoluzione delle situazioni.



## Politica monetaria ancora espansiva per supportare l'obiettivo di inflazione

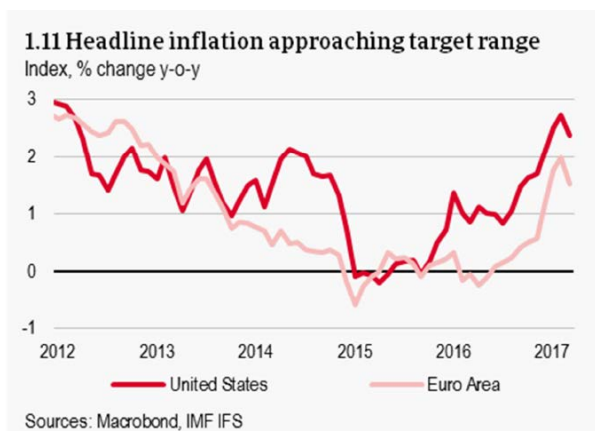
Nella precedente edizione dell'Economic Outlook abbiamo sottolineato i pericoli legati alla tendenza non inflazionistica di molte economie avanzate. L'inflazione ha persino registrato un andamento negativo negli USA e nell'Eurozona. In un contesto di tassi di interesse nominali prossimi o persino al di sotto dello zero, è aumentato il timore di tassi di interesse reali positivi e ciò ha frenato investimenti e consumi. Sono state proprio queste variabili ad aver favorito l'adozione di politiche monetarie lassiste (il cosiddetto quantitative easing) e di bassi tassi di interesse da parte delle banche centrali, soprattutto nel caso degli Stati Uniti. La politica monetaria sembrava non avere vie di uscita.

Tuttavia, a partire dalla fine del 2015 l'inflazione è tornata a crescere negli Stati Uniti e nell'Eurozona. A febbraio di quest'anno il tasso d'inflazione primaria ha superato il 2% negli Stati Uniti e ha toccato una percentuale analoga nell'Eurozona. Questo suggerisce che l'inflazione si sta riportando verso l'obiettivo fissato (in genere il 2%). L'aumento è imputabile al rialzo dei prezzi del petrolio e delle materie prime, all'effetto di base conseguente alla bassa inflazione e, non da ultimo, alla solida crescita del PIL osservata a partire dalla

<sup>18</sup> Si veda la tabella 1.4 del *Fiscal Monitor* dell'FMI, aprile 2017. La graduale riduzione della differenza tra il tasso di interesse e il tasso di crescita potrebbe far aumentare il margine di bilancio, soprattutto se questa riduzione viene considerata permanente. Ad esempio, il margine di debito potrebbe salire del 10-40% a fronte di una riduzione dell'1% della differenza tra interesse e crescita.



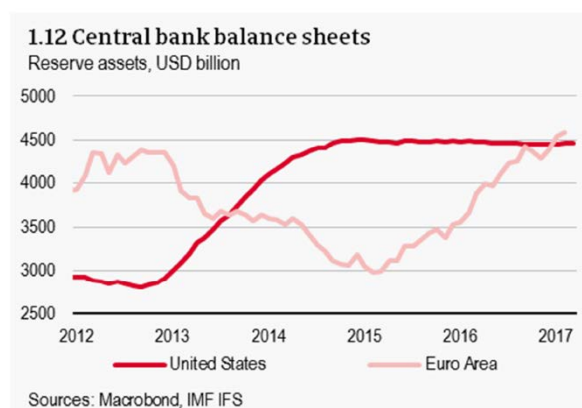
seconda metà del 2016. Resta da valutare quanto siano effettivamente solidi questi livelli di inflazione, probabilmente non molto.



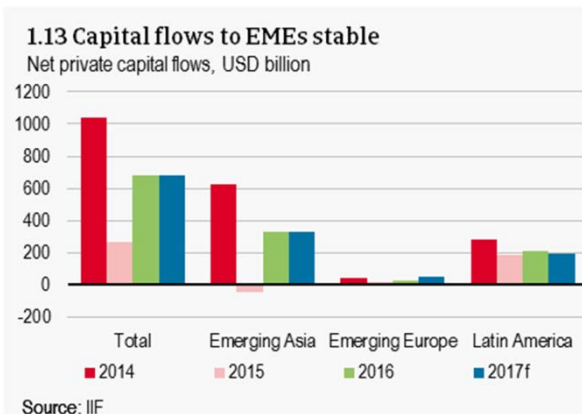
Benché la ripresa economica globale stia dando dei segnali incoraggianti, l'effetto di base è destinato a esaurirsi e i prezzi del petrolio e delle materie prime vedranno soltanto una ripresa graduale. La cosiddetta inflazione "core", che esclude energia e alimentari, si è recentemente portata ben al di sotto dell'obiettivo fissato. Inoltre, gli studi suggeriscono che le aspettative in materia di inflazione, pur se in crescita, restano deboli.<sup>19</sup>

Le implicazioni per la politica monetaria di Stati Uniti e Eurozona sono che l'inflazione si manterrà presumibilmente a livelli bassi nel periodo in esame. Tuttavia, vi sono dei segnali che suggeriscono un miglioramento, in particolare negli Stati Uniti dove i tassi di interesse sono stati aumentati per tre volte a partire da dicembre 2015. Si è comunque trattato di un aumento contenuto, nell'ordine di 0,25 punti percentuali e senza la cessione di attività precedentemente acquisite. Per questo motivo, il bilancio della FED resta stabile (si veda la Figura 1.12). La BCE sta proseguendo nel suo programma di *quantitative easing*, che è tuttavia sceso da 80 miliardi a 60 miliardi di Euro al mese. I tassi ufficiali non hanno ancora raggiunto l'obiettivo fissato. Si prevede che la Federal Reserve manterrà la sua strategia di aumento dei tassi ora che i dati relativi a inflazione e occupazione sono tornati positivi. Nel 2017 e 2018 sono comunque previsti soltanto due moderati aumenti dei tassi di interesse. Per quanto riguarda la BCE, il programma di *quantitative easing* dovrebbe concludersi alla fine del 2017 anche se la fragilità dei dati relativi all'inflazione continua ad alimentare l'incertezza. Al momento non è previsto un aumento dei tassi prima della fine del 2018. La politica monetaria dovrebbe quindi mantenersi piuttosto permissiva e le banche centrali stanno muovendosi con cautela.

<sup>19</sup> FMI, World Economic Outlook, aprile 2017.



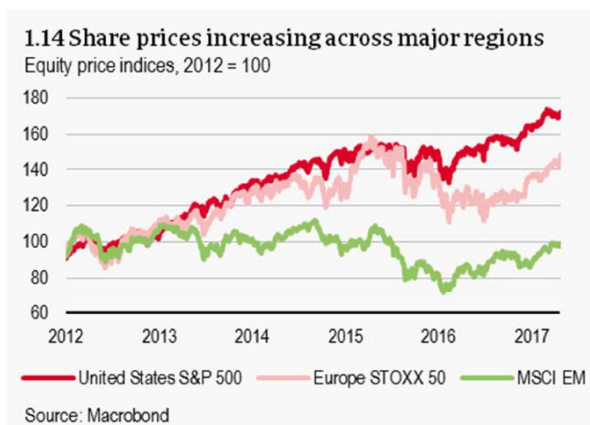
Si tratta, per certi versi, di una buona notizia per quanto riguarda i flussi di capitale verso le economie emergenti, ma ciò va valutato tenendo in considerazione l'impatto negativo legato alla maggiore incertezza delle politiche economiche. L'impatto netto è quindi rappresentato dal fatto che il livello dei flussi di capitale verso le economie emergenti dovrebbe mantenersi stabile nel 2017, benché ad un livello più basso rispetto al normale (circa 1 trilione di Dollari).<sup>20</sup> Gli investimenti esteri diretti continuano ad essere sotto pressione (soprattutto in Asia e nell'Europa emergente) e sono scesi da 560 miliardi di Dollari nel 2014 a 390 miliardi di Dollari nel 2017. Dal punto di vista regionale, i flussi di capitale dovrebbero mantenersi sostanzialmente stabili nel 2017 rispetto al 2016. La maggior parte del capitale (330 miliardi di Dollari previsti nel 2017) continua quindi a fluire verso l'Asia e, in misura minore, l'America Latina (192 miliardi di Dollari). Salvo improvvisi cambiamenti nella politica monetaria degli Stati Uniti, i flussi di capitale verso le economie emergenti dovrebbero quindi mantenersi stabili.



<sup>20</sup> "Capital Flows to Emerging Markets. Eye of the Trumpstorm.", febbraio 2017.

## Rischi legati all'euforia dei mercati finanziari

Dopo l'elezione del Presidente Trump, il prezzo delle azioni ha visto un'impennata: i prezzi dei titoli statunitensi sono saliti del 40% su base annua, seguiti dai titoli europei (+32%). L'Indice *MSCI Emerging Markets* è cresciuto del 16%, in ripresa dopo il calo iniziale all'indomani delle elezioni presidenziali statunitensi. Inoltre, l'indice *VIX*, che misura la volatilità del mercato azionario, ha toccato il livello più basso dalla crisi finanziaria globale. Negli Stati Uniti, i chiari vincitori sono stati difesa, edilizia, finanza, produzione e piccole imprese, mentre l'impatto negativo si è fatto sentire sui settori fortemente dipendenti dalle importazioni.<sup>21</sup>



Questi movimenti del mercato finanziario sono importanti per una serie di motivi. Innanzitutto, hanno avuto luogo in un contesto in cui i tassi a lungo termine stavano gradualmente aumentando, soprattutto dopo le elezioni statunitensi. La Federal Reserve ha alzato i tassi di interesse a breve termine in base al presupposto che gli stimoli fiscali faranno salire direttamente i tassi a lungo termine date le ulteriori esigenze percepite del governo statunitense. In entrambi i casi, il rendimento più elevato dovrebbe immettere denaro nel mercato del reddito fisso, a discapito di altre attività.<sup>22</sup> In secondo luogo, durante il periodo di espansione del mercato azionario, le aspettative di crescita degli utili, in particolare negli Stati Uniti e nell'Eurozona, non sono aumentate.<sup>23</sup> In terzo luogo, le prospettive di crescita del PIL, anche se in miglioramento, non sono pressoché cambiate rispetto allo scorso autunno. In quest'ottica, i mercati finanziari sembrano a dir poco euforici.

<sup>21</sup> Ciò è in linea con le promesse della campagna elettorale: deregolamentazione, incentivi fiscali attraverso i tagli delle imposte, investimenti in infrastrutture e protezionismo.

<sup>22</sup> Tuttavia, potrebbe esservi un effetto opposto se i titolari di azioni esistenti dovessero decidere di uscire dal mercato azionario dato che la crescita del rendimento implica il calo dei prezzi e potenziali perdite.

<sup>23</sup> Si veda l'Interim Economic Outlook dell'OCSE, marzo 2017.

Pertanto, a meno che i mercati finanziari non sappiano qualcosa che gli economisti non fanno - un'eventualità possibile, ma non probabile - la correzione dei prezzi dei titoli rappresenta una possibilità concreta. Ciò potrebbe frenare la spesa e, di conseguenza, la crescita economica. In questo senso, l'euforia dei mercati finanziari rappresenta un rischio ulteriore per l'economia globale.

## Fattori di rischio

Il panorama dei rischi che pesano sulle prospettive economiche è in qualche modo cambiato a causa della maggiore incertezza dovuta agli sviluppi politici negli Stati Uniti dopo l'elezione di Donald Trump. Rispetto all'edizione di novembre, vi sono principalmente due aspetti da sottolineare: il primo riguarda il rischio di una serie di misure protezionistiche da parte degli USA, mentre il secondo riguarda la correzione dell'atteggiamento "euforico" dei mercati finanziari. Il primo aspetto è oggi un motivo concreto di inquietudine e ha preso il posto dei timori legati alla mancata ripresa del commercio, mentre il secondo sta assumendo maggiore importanza rispetto al timore di un rapido aumento dei prezzi del petrolio (oggi piuttosto ridimensionato). I cinque rischi principali da tenere in considerazione sono riassunti nella tabella sottostante.

**Protezionismo degli Stati Uniti.** In questo scenario, gli Stati Uniti si chiudono maggiormente su sé stessi. Sarebbe soprattutto la temuta rettifica, nell'ordine del 30%, dell'imposta sulle operazioni transfrontaliere ad avere un impatto negativo non soltanto sui partner commerciali degli Stati Uniti, ma anche sulle imprese statunitensi che fanno parte della catena del valore globale. Le eventuali contromisure adottate dai partner commerciali, specificamente la Cina, non tarderebbero ad arrivare, scatenando una potenziale guerra commerciale. Inoltre, questo scenario favorirebbe l'apprezzamento del Dollaro annullando gran parte dell'impatto protezionistico dell'imposta.

**Politica inefficace da parte della Federal Reserve.** Dato il loro impatto a livello globale, le misure della Federal Reserve rappresentano ancora un fattore di rischio, anche se la FED ha mantenuto sinora un atteggiamento prudente ed è riuscita a comunicare in modo efficace con i mercati finanziari. Tuttavia, la FED potrebbe essere indotta ad agire aumentando il tasso di interesse in modo più aggressivo (o prima del previsto) nel caso in cui la politica fiscale degli USA diventi più favorevole per il raggiungimento dell'obiettivo di crescita del 3%. Come evidenziato in precedenza, l'aumento dei tassi negli Stati Uniti potrebbe scatenare un deflusso di capitali dalle economie emergenti, frenando le prospettive economiche e di crescita.

**Rallentamento della crescita nell'Eurozona.** L'Eurozona ha continuato a crescere per diversi anni, ma i livelli di

crescita sono ancora bassi. Alcune questioni fondamentali restano insolute, tra cui la debolezza del settore bancario in uno dei suoi paesi principali, l'Italia. Inoltre, la crescita del credito è ancora contenuta e il tasso di disoccupazione, benché in miglioramento, è ancora il doppio rispetto agli Stati Uniti. La Grecia non è ancora in grado di reggersi sulle proprie gambe. Data l'incertezza crescente, l'eventuale vittoria dei partiti populistici (benché non contemplata nel nostro scenario di base) potrebbe ripercuotersi sulla fiducia e quindi sui consumi, che rappresentano al momento il motore di crescita, con un possibile ritorno verso un contesto di recessione, esattamente ciò che andrebbe evitato in questo momento.

**Atterraggio duro della Cina.** Le autorità cinesi hanno mostrato di essere in grado di migliorare i dati di crescita del PIL in quanto, come già evidenziato, le condizioni fiscali e monetarie lo consentono. Ne consegue che la probabilità di un ulteriore rallentamento (che noi di Atradius non abbiamo mai considerato davvero concreta) è oggi ancora più remota. Tuttavia, l'economia appare più

vulnerabile, basti pensare all'aumento dei livelli del debito che renderebbe ancora più significativo l'effetto di un ulteriore rallentamento.

**Correzione del mercato finanziario.** L'aumento del prezzo delle azioni all'indomani dell'elezione di Donald Trump sarà difficilmente sostenibile poiché, a fronte del livello invariato dei profitti delle imprese, il rapporto prezzo/utigli è cresciuto in maniera significativa. È quindi lecito aspettarsi una correzione che, tuttavia, non sarebbe graduale non essendo questa una caratteristica dei mercati finanziari. Ci aspettiamo quindi che l'eventuale correzione sarà relativamente contenuta e con un impatto non drammatico, fatta eccezione per la maggiore volatilità. In questo scenario, l'effetto potrebbe essere limitato; in caso contrario, imprese e famiglie potrebbero reagire con una contrazione della spesa. In un momento in cui la domanda globale sta mostrando concreti segnali di ripresa, si tratta di uno scenario da evitare.

**Tabella 1.2 Rischi per le prospettive economiche globali**

	Rischio	Sintomi	Effetti	Probabilità	Impatto
1	Protezionismo degli USA	Introduzione di barriere al commercio, ad esempio dazi o restrizioni mirate	Forti restrizioni al commercio con gli USA	bassa	alto
2	Politica inefficace da parte della Federal Reserve	Turbolenza sul mercato finanziario, contrazione dei flussi di capitale verso le economie emergenti	Difficoltà di accesso al credito per le imprese nelle economie emergenti	bassa	alto
3	Rallentamento della crescita nell'Eurozona	Forte incertezza legata alla situazione politica in Francia, Italia e/o Grecia, calo della fiducia, contrazione del finanziamento bancario	Crescita bassa, probabile recessione, ulteriore pressione sull'integrazione dell'UE, pressione sulla crescita degli scambi commerciali	bassa	alto
4	Atterraggio duro della Cina	Instabilità del settore bancario, restrizioni al credito, accelerazione del deflusso di capitali, pressione sulla valuta, volatilità del mercato finanziario, ripercussioni sulle economie dipendenti dalle rimesse	Volatilità del mercato finanziario, ripercussioni sulle economie dipendenti dalle rimesse	bassa	alto
5	Correzione del mercato finanziario	Correzione significativa, rapida e sostenuta sui mercati dei titoli	Calo della fiducia, con un impatto sulla spesa; contrazione del reddito delle famiglie, con un impatto sui consumi.	moderata	alto

Fonte: Atradius Economic Research

# 2. Economie avanzate: rischi e prospettive

**Tabella 2.1 Crescita PIL reale (%) - Principali mercati**

	2016	2017 (previsione)	2018 (previsione)
Eurozona	1,7	1,7	1,6
Stati Uniti	1,6	2,1	2,4
Regno Unito	1,8	1,7	1,4
Giappone	1,0	1,4	1,1

Fonte: *Previsioni Consensus (maggio 2017)*

## Rischi legati all'euforia dei mercati finanziari

Dopo molti anni di risultati deludenti, nel 2016 la crescita nelle economie avanzate è stata superiore alle aspettative. I consumi privati sono il principale motore di crescita per quanto riguarda Eurozona, Regno Unito e USA, mentre l'export superiore alle attese sta sostenendo la crescita del PIL del Giappone. Le prospettive per il 2017 sono migliorate rispetto a quanto ipotizzato nell'Economic Outlook di novembre.

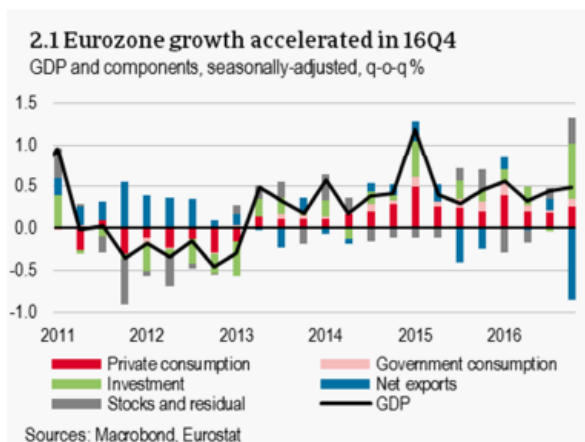
A partire dalla metà dello scorso anno, la ripresa ha acquistato vigore grazie soprattutto all'aumento della produzione e al miglioramento del livello di fiducia. L'andamento favorevole si inserisce tuttavia in un contesto di incertezza politica senza precedenti: nel 2017 i cittadini europei sono chiamati a votare in diversi paesi, tra cui il Regno Unito, mentre la politica statunitense sotto la nuova amministrazione Trump è decisamente imprevedibile. Un tale contesto mette a rischio le previsioni di crescita, soprattutto per quanto riguarda il 2018. Il clima di incertezza potrebbe iniziare a pesare su fiducia e investimenti, mentre l'inflazione crescente limita il potere d'acquisto. La politica monetaria resta molto accomodante in tutte le economie avanzate prese in esame, ma l'atteggiamento di chiusura degli Stati Uniti e il rallentamento dell'Eurozona potrebbero limitare ulteriormente i finanziamenti nel 2018.

## Consolidamento della crescita dell'Eurozona

Grazie soprattutto alla domanda interna, la crescita economica dell'Eurozona dovrebbe consolidarsi nel 2017. Le attività economiche dovrebbero crescere dell'1,7% quest'anno (+0,4% rispetto a quanto ipotizzato nell'Economic Outlook di

novembre). Lo scorso mese di aprile l'indice del clima economico (ESI) ha toccato il punto più alto degli ultimi dieci anni (109,6) a conferma delle previsioni di una solida crescita del PIL nel 2017. Un'ulteriore conferma del momento favorevole viene dall'indice PMI dell'Eurozona, che ad aprile ha toccato il livello più alto degli ultimi sei anni (56,7).

Lo scorso anno le attività economiche nell'Eurozona sono cresciute dell'1,7%. La crescita è stata sostenuta dal basso livello di inflazione, dal calo dei prezzi per l'energia, dalla crescita dell'occupazione e dagli effetti legati al passato deprezzamento dell'Euro. La crescita ha visto un ulteriore rialzo alla fine del 2016 sotto la spinta del solido andamento dei consumi e degli investimenti, che dovrebbero continuare a sostenere la crescita anche quest'anno.



Nel 2017 le economie dell'Eurozona a più rapida crescita saranno l'Irlanda (4,0%), la Spagna (2,7%), i Paesi Bassi (2,2%) e il Portogallo (1,7%). La crescita in questi Stati Membri è sostenuta dalla domanda interna, dalla ripresa del mercato immobiliare e dal miglioramento delle condizioni finanziarie. Le condizioni di crescita stanno migliorando anche in Italia (0,9%) e in Grecia (1,2%), ma continuano ad essere frenate dal forte livello di disoccupazione, dal volume del debito e dal numero elevato di crediti in sofferenza.

Tabella 2.2 Crescita PIL reale (%) - Principali mercati

	2016	2017 (previsione)	2018 (previsione)
Austria	1,5	1,7	1,6
Belgio	1,2	1,5	1,6
Francia	1,1	1,4	1,5
Germania	1,9	1,6	1,6
Grecia	0,0	1,2	2,1
Irlanda	5,2	4,0	2,8
Italia	0,9	0,9	0,9
Paesi Bassi	2,2	2,2	1,8
Portogallo	1,4	1,7	1,5
Spagna	3,2	2,7	2,3
Eurozona	1,7	1,7	1,6

Fonte: Previsioni Consensus (maggio 2017)

### Il contesto esterno sta migliorando

In linea con la prevista ripresa della crescita globale, l'aumento dell'export dell'Eurozona dovrebbe registrare una lieve accelerazione nel 2017 per poi continuare a crescere nel 2018. Le esportazioni stanno beneficiando della moderata ripresa della crescita nelle economie avanzate e del consolidamento nei mercati emergenti.

Successivamente alle elezioni statunitensi, l'Euro ha perso nei confronti del Dollaro a causa delle aspettative di una più rapida stretta monetaria da parte degli USA. In Europa la politica monetaria dovrebbe mantenersi accomodante, con l'acquisto di attivi almeno fino a dicembre 2017 e tassi di interesse ancora bassi. La relativa debolezza dell'Euro dovrebbe continuare a sostenere le esportazioni. Allo stesso tempo, tuttavia, la divergenza negli orientamenti di politica monetaria è già stata ampiamente scontata e non si prevede quindi un ulteriore calo dell'Euro rispetto al Dollaro.

Il contesto esterno resta esposto a eccezionale incertezza e la bilancia dei rischi pende verso il basso. Benché l'effetto negativo della Brexit sia stato sinora limitato, quest'anno l'incertezza è destinata ad aumentare dopo che il Regno Unito ha invocato l'Articolo 50. Considerato che gli Stati Uniti sono il principale partner commerciale dei paesi europei, le politiche protezionistiche dell'amministrazione Trump potrebbero comportare uno scenario al ribasso per l'Eurozona. L'incertezza politica rappresenta anche un problema interno: il 2017 è un anno di elezioni in diversi paesi europei e tra i probabili vincitori vi sono molti partiti euroscettici (si veda anche il Box 2.1 relativo ai rischi per l'Eurozona).

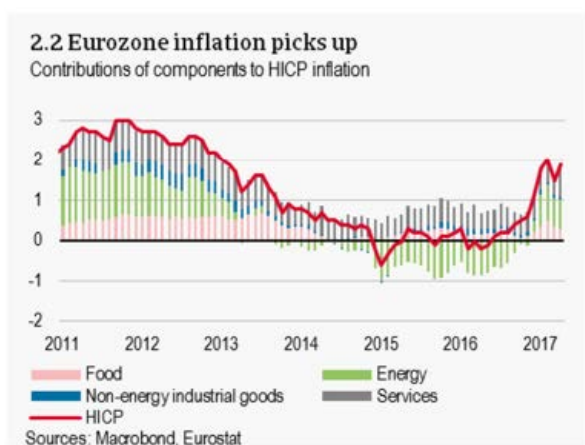
### Ripresa della domanda interna

I consumi privati hanno rappresentato il principale motore di crescita del PIL nel 2016. Questa tendenza dovrebbe proseguire anche nel 2017 dato che la crescita



dei consumi sarà sostenuta dall'aumento dell'occupazione e dall'inflazione ragionevolmente bassa. Il tasso di risparmio dovrebbe avere un effetto neutro sulla crescita dei consumi. Tuttavia, l'inflazione si porterà all'1,6% nel 2017 rispetto allo 0,2% dello scorso anno e ciò potrebbe frenare la crescita del reddito reale disponibile. Prevediamo quindi che l'aumento dei consumi quest'anno sarà più contenuto rispetto al 2016.

L'aumento del tasso di inflazione negli ultimi mesi è stato dovuto soprattutto all'inflazione dei prezzi di energia e alimentari. Lo scorso mese di aprile, l'inflazione "core", che esclude energia, alimentari, alcolici e tabacchi, era ferma all'1,2%. Una fonte importante di debolezza dell'inflazione primaria è la crescita limitata dei salari.



Sin dall'inizio del 2015 i salari nell'Eurozona sono cresciuti soltanto dell'1,5% (la media a lungo termine è del 2,1%), mentre l'occupazione è aumentata in modo significativo. La fragilità del mercato del lavoro è uno dei motivi per cui i salari non hanno ancora visto un aumento più consistente. Un mercato del lavoro solido stimola i lavoratori "scoraggiati" a reinserirsi nella forza lavoro o incoraggia le persone sottoccupate a lavorare di più.<sup>24</sup> Un'altra spiegazione è data dal fatto che l'adeguamento dei salari rispetto all'inflazione non è un processo immediato e alla luce dei tassi di inflazione eccezionalmente bassi degli ultimi anni, le pressioni sui salari sono ancora molto limitate. Nei prossimi anni, l'accelerazione della crescita dei salari dovrebbe allinearsi gradualmente all'andamento dell'inflazione.

Dato il lieve calo della crescita dei consumi, gli investimenti stanno assumendo un'importanza crescente in termini di crescita del PIL. Le condizioni di finanziamento sono favorevoli e ciò contribuisce a ridurre l'effetto leva e a proteggere i margini di profitto. Gli investimenti nell'edilizia stanno tornando a crescere

<sup>24</sup> "Politica monetaria e ripresa economica dell'Eurozona", discorso di Mario Draghi alla Conferenza "The ECB and Its Watchers", Francoforte, 6 aprile 2017.

sotto la spinta della ripresa del mercato immobiliare. Anche gli investimenti delle imprese stanno riprendendo slancio grazie alla riduzione dell'eccesso di capacità. Tuttavia, vi sono alcune questioni strutturali che ostacolano una crescita ancora più solida degli investimenti. Alcuni Stati Membri mostrano ancora un indebitamento eccessivo, poche opportunità di investimenti redditizi e forte incertezza.

Il saldo di bilancio e il rapporto debito/PIL dei paesi dell'Eurozona sono migliorati in modo significativo negli ultimi due anni grazie all'espansione economica e ai tassi di interesse storicamente bassi. La politica di bilancio dell'Eurozona non è più restrittiva, ma non sta neanche contribuendo alla crescita. I paesi che hanno un margine di bilancio dovrebbero aumentare la spesa pubblica per contribuire maggiormente alla crescita dell'Eurozona; gli unici paesi con margini sufficienti sono Germania e Paesi Bassi (si veda la Figura 2.3)<sup>25</sup>.

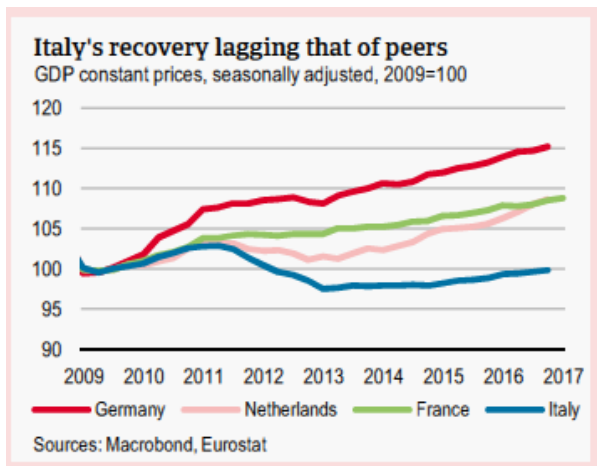
### Box 2.1 Rischio di rottura dell'Eurozona

Globalizzazione, integrazione economica, afflusso di rifugiati e insoddisfazione nei confronti della politica sono alcuni dei fattori che accomunano gli elettori europei. È probabile che i partiti euroscettici guadagneranno seggi alle prossime elezioni e molti di loro sostengono apertamente l'uscita dall'Eurozona. Benché sia difficile che riescano ad andare al potere, i partiti più ostili all'UE avranno maggiore voce in capitolo nei diversi parlamenti nazionali. Una delle cose che ha insegnato la Brexit è che l'integrazione europea non è un processo irreversibile. Nel tentativo di riaprire il dibattito sul futuro dell'Europa, la Commissione Europea ha pubblicato un Libro Bianco<sup>1</sup> che riassume i cinque possibili scenari dell'Europa da qui al 2025. Il punto di partenza di tutti gli scenari è che gli Stati Membri restino insieme come un'unione. Gli scenari spaziano dal focalizzare attenzione e risorse su determinate aree al fare molto di più insieme in tutti i settori politici.

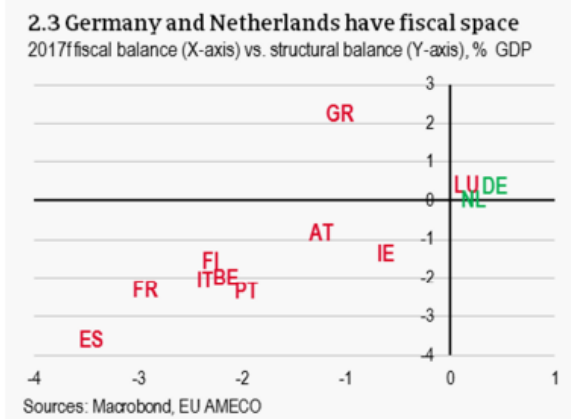
Continuiamo a considerare remota la possibilità di una rottura dell'Eurozona che, se dovesse concretizzarsi, avrebbe un costo sociale ed economico enorme. Il sentimento anti-europeista, e soprattutto anti-euro, è piuttosto forte nei paesi che hanno subito l'impatto maggiore dalla crisi del 2008-2009, ad esempio Italia e Grecia. Nel medio termine, preoccupa maggiormente l'Italia, dati il rapporto debito pubblico/PIL del 132,8%, la lenta ripresa economica e le difficoltà del settore bancario.

<sup>25</sup> Il loro deficit di bilancio non è superiore al 3% del PIL, entrambi stanno facendo passi avanti nel rispetto del criterio stabilito dall'UE in materia di debito pubblico (al di sotto del 60% del PIL) e rispettano l'obiettivo a medio termine per quanto riguarda il saldo di bilancio strutturale (l'effettiva situazione dei conti pubblici al netto della componente ciclica e delle misure di bilancio *una tantum*).





Trattandosi della terza economia più grande dell'Eurozona, il suo salvataggio in caso di crisi del debito sarebbe impossibile. In linea con la precarietà della situazione economica dell'Italia, i rendimenti dei titoli sovrani sono cresciuti gradualmente a partire dalla metà del 2016. Il nostro scenario di base ipotizza la nascita di una coalizione pro-UE dopo le elezioni generali che si terranno in Italia il prossimo anno. Tuttavia, data la popolarità del Movimento "euroscettico" dei 5 Stelle - che i sondaggi danno al 30% - non si può escludere la richiesta di un referendum sull'Euro con il supporto di altri partiti euroscettici.



Come evidenziano diversi studi<sup>26</sup>, gli investimenti pubblici possono avere un effetto positivo soprattutto ora che i tassi di interesse sono quasi pari a zero. La Germania, in particolare, potrebbe aumentare gli investimenti pubblici alla luce dei dati fiscali favorevoli e dei gravi ritardi accumulati nella manutenzione delle infrastrutture. Anche i Paesi Bassi possono contare su un margine di bilancio che consentirebbe di aumentare gli

<sup>26</sup> In 't Veld, J. (2016), Public investment stimulus in surplus countries and their Euro Area spillovers, European Economy Economic Brief, agosto 2016. Abiad et al. (2015), The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper WP/15/95

investimenti pubblici, sebbene parte di questa spesa sarebbe orientata maggiormente verso istruzione e Ricerca e Sviluppo.

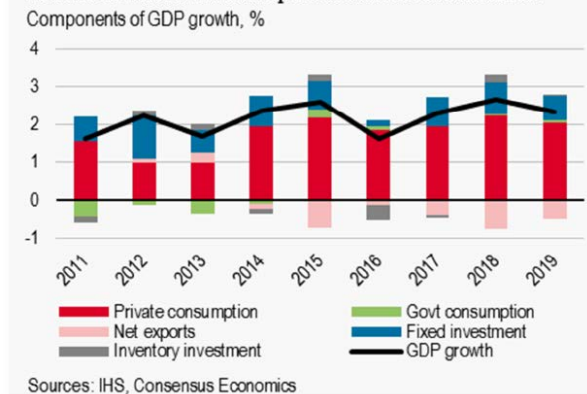
## Prospettive incerte per gli Stati Uniti di fronte ad alcuni rischi

Il 20 gennaio scorso un outsider della politica è stato eletto Presidente degli Stati Uniti. Benché l'orientamento politico dell'amministrazione Trump sia ancora poco chiaro, l'economia statunitense sta acquistando vigore. L'effetto a breve termine per gli USA e, di conseguenza, per l'economia globale è moderatamente positivo, ma dal prossimo anno l'incertezza e l'adozione di politiche inefficaci potrebbero pesare su queste previsioni.

### L'economia statunitense poggia su basi solide

A partire dalla seconda metà del 2016, la crescita del PIL statunitense ha trovato nuovo slancio, in parte grazie alla ripresa ciclica degli inventari, al solido andamento dei consumi e al miglioramento della fiducia delle imprese dopo l'annuncio di una politica fiscale più morbida da parte dell'amministrazione Trump. L'aumento della fiducia e il suo impatto sui consumi privati e sugli investimenti dovrebbero proseguire, facendo accelerare la crescita al 2,1% quest'anno.

### 2.4 Little short-term impact from fiscal stimulus



Il mercato del lavoro è oggi più forte che mai dall'inizio della crisi e i timori di un rallentamento si sono fatti meno pressanti. Gli studi più recenti indicano un tasso di disoccupazione del 4,4%, il dato più basso dal 2007. La crescita dei salari è nell'ordine del 2,5% su base annua e la creazione di posti di lavoro viaggia a un ritmo sostenuto. Tuttavia, restano dei dubbi sul tasso di partecipazione della forza lavoro, oggi al 62,9% rispetto al 62,8% registrato lo scorso mese di novembre.

In questo contesto, la Federal Reserve dovrebbe accelerare il processo di normalizzazione della politica monetaria rispetto a quanto previsto nel nostro Outlook di novembre. In aggiunta alle tensioni sul mercato del lavoro, sta aumentando anche la pressione sui prezzi. L'inflazione primaria si è portata al di sopra del 2% a partire da dicembre 2016. La domanda sta crescendo sotto la spinta dei tagli fiscali e dell'aumento della fiducia e ciò fa salire l'inflazione dei prezzi. Dopo l'elezione di Trump a novembre 2016, la FED ha aumentato per due volte il tasso di interesse, attualmente pari a circa 0,75%-1%.

Le previsioni di un andamento inflazionistico hanno visto una lieve inversione di tendenza grazie alla stabilizzazione dei prezzi del petrolio e gli stimoli fiscali saranno quindi più moderati del previsto. Le aspettative per quanto riguarda il mercato obbligazionario suggeriscono oggi una crescita dei prezzi dell'1,8% nei prossimi cinque anni. Alla luce dei fondamentali solidi e dei dati occupazionali positivi, la Federal Reserve confermerà probabilmente l'intenzione di aumentare i tassi di interesse per altre due volte nel corso di quest'anno; tuttavia, il rischio che la FED agisca troppo rapidamente con un effetto destabilizzante sull'economia globale sembra attenuato.

### **Orientamento politico incerto della nuova amministrazione**

In fase di campagna elettorale Donald Trump aveva promesso di cambiare praticamente l'intero quadro normativo, ma la sua effettiva linea politica resta incerta: non è ancora chiaro cosa voglia fare e cosa sia in grado di portare a termine unilateralmente o con il supporto delle altre forze politiche. Poiché il potere è diviso tra il ramo esecutivo, legislativo e giudiziario del governo, il Presidente ha un margine di azione limitato e ha adottato un approccio più moderato e pragmatico. Sembra sempre più probabile che le cose resteranno invariate nel 2017, ma i cambiamenti normativi potrebbero iniziare ad avere un impatto sull'economia nel 2018 e negli anni a seguire.

L'incertezza politica pone un rischio significativo alle prospettive economiche degli Stati Uniti. I rischi sono sia al rialzo che al ribasso, principalmente per quanto riguarda la domanda, il prodotto potenziale, il saldo di bilancio e il valore del Dollaro statunitense. Le conseguenze a livello globale sono altrettanto incerte. Nel breve termine, un approccio più tradizionale da parte della nuova amministrazione dovrebbe garantire stabilità.

**La politica commerciale si è finora concentrata su un'applicazione più rigorosa piuttosto che su un cambiamento radicale**

La retorica protezionistica è stato un elemento centrale della campagna elettorale. All'inizio del suo mandato il Presidente Trump ha tenuto fede ad alcune promesse, in particolare il ritiro degli USA dal Partenariato Trans-Pacifico (TPP). Da allora, tuttavia, l'amministrazione ha adottato un approccio più moderato.

Trump ha ammorbidito il suo atteggiamento verso la Cina, facendo retromarcia sulla promessa di etichettare la Cina come un manipolatore di valuta. Dopo un tranquillo vertice con il Presidente cinese, Trump sembra intenzionato a seguire una politica commerciale più tradizionale e le tensioni tra le due maggiori economie mondiali sembrano essersi attenuate. Inoltre, il Partito Repubblicano, tradizionalmente uno strenuo difensore del libero scambio, e l'influenza delle grandi società multinazionali dovrebbero riuscire a frenare l'adozione di misure in grado di scatenare una guerra commerciale con la Cina.

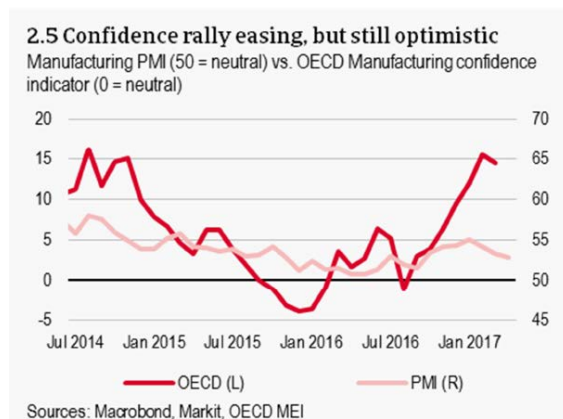
Anche la minaccia di uscire dal NAFTA e dall'OMC sembra priva di fondamento. Le rinegoziazioni degli accordi NAFTA sono state avviate, ma dai piani preliminari sembra che l'attenzione sarà concentrata sull'aggiunta di clausole relative a questioni quali i flussi di dati transfrontalieri e il rispetto dei diritti di proprietà intellettuale. Lungi dall'essere un cambiamento radicale, sembra che si tratterà soltanto di rivedere alcune parti degli accordi in essere, ampiamente in linea con gli obiettivi già fissati dall'amministrazione Obama. Inoltre, gli interessi commerciali legati alla forte integrazione delle catene di fornitura saranno un ulteriore ostacolo all'imposizione di politiche che avrebbero un impatto sulle imprese. Nel complesso, la nuova amministrazione sembra voler adottare alcune misure di tipo più protezionistico, ma soprattutto attraverso l'applicazione più rigorosa delle norme già esistenti.

### **La politica fiscale non mantiene le promesse**

La politica fiscale - in particolare i tagli alle imposte e l'investimento infrastrutturale (pubblico-privato) per 1 trilione di Dollari - è stata un altro cavallo di battaglia della campagna elettorale di Trump. Come previsto, gli ambiziosi piani di spesa sembrano sempre più irreali, almeno per quanto riguarda il bilancio federale 2017/2018, in parte a causa dell'ala più conservatrice del Partito Repubblicano.

D'altro canto, i tagli fiscali sono in linea con l'ortodossia repubblicana e dovrebbero quindi essere approvati nel nuovo bilancio. Una proposta prevede la riduzione delle aliquote fiscali per le imprese e i privati compresa tra il 15% e il 35% che, insieme alla promessa di deregolamentazione, ha fatto salire la fiducia ai livelli più alti degli ultimi anni. Nel 2017 il livello di fiducia nel settore industriale ha iniziato a scendere a causa

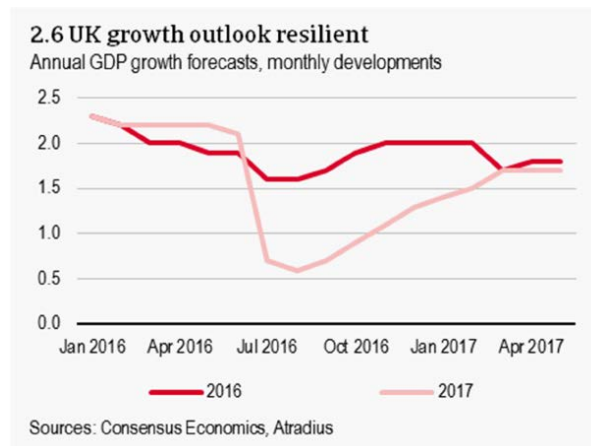
dell'incertezza relativa agli stimoli fiscali, anche se le aspettative delle imprese restano positive.



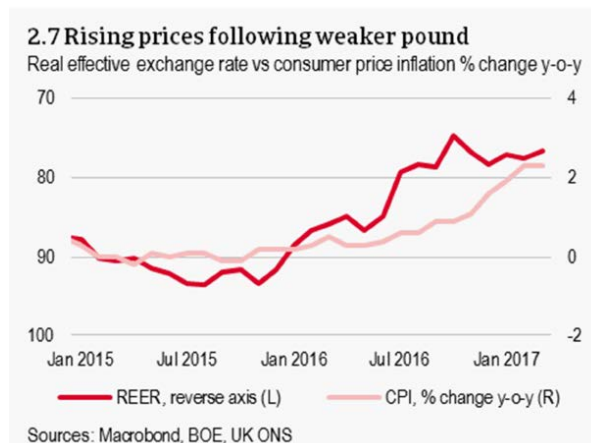
Sarà necessario del tempo prima che i benefici diretti si riflettano sull'economia, ma l'aumento della fiducia sta già contribuendo a promuovere la crescita quest'anno. Prevediamo che le riduzioni degli oneri fiscali avranno un reale effetto sull'aumento della spesa e del PIL nel 2018 e 2019. L'impatto previsto sull'economia è illustrato nella Figura 2.4, dove la barra verde aumenta nel 2018 e 2019. Tuttavia, la stabilità a medio termine potrebbe rappresentare un problema poiché, in questo momento, non c'è modo di contenere il crescente disavanzo che verrebbe a crearsi con il piano fiscale del Presidente Trump.

## Primi effetti della Brexit sull'economia del Regno Unito

Grazie alla transizione politica indolore e al decisivo sostegno della politica monetaria all'indomani del referendum sulla Brexit a giugno 2016, il Regno Unito ha mostrato una buona elasticità. Come mostrato nella Figura 2.6, la performance dell'economia britannica è stata sorprendentemente positiva, ben al di sopra delle previsioni al ribasso di luglio 2016. La crescita annua si è abbassata all'1,8% per effetto di revisioni della serie storica, ma l'anno si è chiuso positivamente, con livelli elevati di fiducia e di spesa. Come evidenziato dal Fondo Monetario Internazionale nel suo rapporto di aprile 2017, sembra che gli effetti negativi legati alla decisione di uscire dall'UE stiano materializzandosi in modo "più graduale" del previsto. A dispetto del buon livello di fiducia e delle prospettive positive, l'economia reale dovrà confrontarsi con la debolezza della Sterlina. Conseguenza sarà un rallentamento della crescita del PIL quest'anno, ancora più marcato nel medio termine.



Questa incertezza avrà un impatto negativo sugli investimenti e, quindi, sulla crescita. Nel frattempo, le prospettive post-Brexit sono divenute sempre più chiare.



**Il calendario della Brexit è sempre più chiaro, ma vi sono diverse incognite**

Il governo britannico ha invocato l'Articolo 50 del Trattato dell'Unione Europea lo scorso 29 marzo, dando ufficialmente il via al periodo di due anni di negoziati con l'UE. Il Primo Ministro Theresa May ha ribadito più volte che "Brexit significa Brexit" confermando la probabilità di una "hard exit", ossia l'uscita del Regno Unito dal Mercato Comune europeo. Più di recente, il 18 aprile, la premier May ha indetto le elezioni generali per l'8 giugno. Benché le elezioni anticipate siano generalmente associate a forte incertezza politica - e vanno ad aggiungersi al già fitto calendario elettorale previsto in Europa quest'anno - questa mossa potrebbe aver contribuito a garantire una maggiore stabilità post-Brexit.

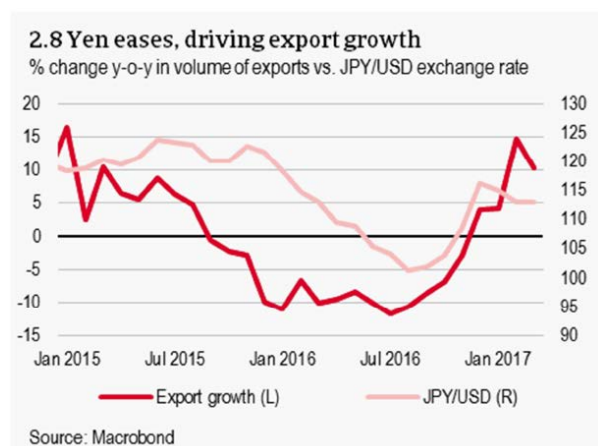
L'annuncio di elezioni anticipate è giunto a sorpresa da un Primo Ministro che aveva ripetutamente annunciato che, in nome della stabilità, non sarebbero state indette nuove elezioni. Data la debolezza dell'opposizione laburista e il consenso popolare, le elezioni dovrebbero consentire alla premier May di costituire una maggioranza più ampia e di contare su un più forte

consenso popolare in vista dell'avvio dei negoziati con l'UE a giugno. Inoltre, consente di guadagnare tempo nel calendario molto stretto della Brexit. Nel 2019 il Regno Unito uscirà ufficialmente dall'UE e dovrà concordare una qualche forma di accordo transitorio. Dato che le elezioni generali sono state ora spostate al 2022 (rispetto alla data prevista del 2019), ci sarà più tempo a disposizione per procedere gradualmente.

I mercati finanziari hanno reagito positivamente alla notizia. Dopo il deprezzamento del 13% rispetto al Dollaro statunitense a partire dal 23 giugno 2016, la Sterlina inglese ha riguadagnato circa il 4% nel 2017. Ciò non esclude, comunque, alcuni rischi. La crescita dei salari si conferma modesta e non è sufficiente a compensare la debolezza della Sterlina, che sta già pesando sul potere d'acquisto delle famiglie. Il forte clima di dissenso in merito all'implementazione della Brexit, alcuni effetti economici negativi e l'incertezza elevata rendono estremamente difficile prevedere l'esito del voto.

## La crescita del Giappone ha superato le previsioni, ma persiste la debolezza

La crescita del Giappone si è portata al 10% nel 2016, in parte sostenuta da una revisione al rialzo dei tassi storici di crescita e dal solido andamento delle esportazioni nette, che dovrebbero continuare a crescere anche nel 2017 facendo accelerare la crescita del PIL all'1,4%.



Dopo l'elezione di Donald Trump, lo Yen ha perso circa il 6% rispetto al Dollaro statunitense, in parte a causa del previsto aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti. La banca centrale giapponese ha un tasso ufficiale del -0,1% e addebita alle banche una commissione dello 0,1% per la custodia di parte delle loro riserve. Questo tasso sarà mantenuto probabilmente per tutto il 2017 data l'economia estremamente debole. Anche se la debolezza

dello Yen ha agito da stimolo, alcuni ostacoli strutturali, come la demografia, contribuiranno a limitare la crescita. Inoltre, lo Yen si è stabilizzato e sembra che l'ulteriore divergenza tra gli orientamenti di politica monetaria sia stata scontata dal mercato; eventuali stimoli dal mercato dei cambi potrebbero quindi essere di breve durata.

# 3. Economie emergenti: rischi e prospettive

Table 2.1 Real GDP growth (%) - Major markets

	2016	2017f	2018f
Eurozone	1.7	1.7	1.6
United States	1.6	2.1	2.4
United Kingdom	1.8	1.7	1.4
Japan	1.0	1.4	1.1

Source: Consensus Forecasts (May 2017)

## Più speranze che timori

Per la prima volta in sei anni si prevede un rafforzamento della crescita economica nei mercati emergenti e in via di sviluppo. La crescita del PIL reale dovrebbe portarsi al 4,5% quest'anno e al 4,8% nel 2018, contro il 4,1% del 2016. La crescita sarà sostenuta dal consolidamento delle attività nelle economie avanzate, dall'aumento del prezzo delle materie prime, dalle condizioni ancora positive di finanziamento esterno (nonostante l'attuale normalizzazione della politica monetaria degli Stati Uniti) e dal miglioramento delle politiche in alcuni dei principali mercati emergenti. Questo contesto sta aiutando il Brasile e la Russia, la terza e la quarta principale economia emergente, ad uscire dalla lunga fase di recessione.

L'Asia Emergente resta la regione con il tasso di crescita più elevato. Rispetto alla precedente edizione dell'Economic Outlook le previsioni di crescita della Cina sono state viste al rialzo sulla base delle politiche espansionistiche varate per gestire il suo rallentamento economico e ridurre le probabilità di un atterraggio duro, mentre le previsioni di crescita per quanto riguarda le altre regioni sono state viste al ribasso. La ripresa registrata in Africa, Europa orientale e America Latina è infatti più debole del previsto, mentre la crescita nei paesi mediorientali vedrà un rallentamento seguito da una ripresa nel corso del periodo in esame.

Le prospettive dell'economia in molti mercati emergenti restano esposte a rischi verso il basso. I principali fattori di rischio sono il protezionismo crescente, in particolare da parte dell'amministrazione Trump, l'accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria



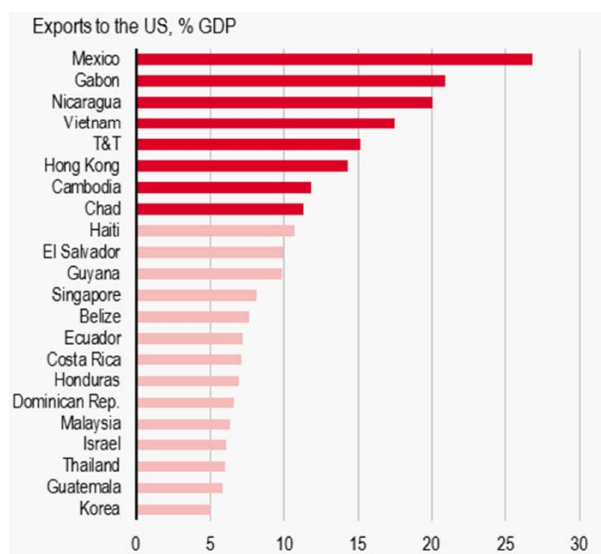
statunitense, il forte rallentamento dell'economia cinese e i crescenti rischi politici.

Dal punto di vista positivo, i mercati emergenti sono generalmente in grado di far fronte ai rischi grazie alla ridotta vulnerabilità esterna e alle riserve costituite nei periodi di congiuntura favorevole, nonché alla maggiore flessibilità dei tassi di cambio. I mercati hanno finora seguito un andamento positivo: i flussi di capitale verso tutti i mercati emergenti si sono mantenuti a un livello sostenuto e quasi tutte le valute si sono apprezzate a partire dall'inizio dell'anno. La maggiore integrazione commerciale e il rafforzamento della qualità delle istituzioni sono ulteriori fattori che aiuteranno a migliorare la resistenza agli shock e le capacità reddituali (si vedano i box di questo capitolo che evidenziano l'andamento incoraggiante in questi mercati).

## Gli sviluppi esterni mettono a rischio la ripresa

**I rischi legati al protezionismo sembrano essersi momentaneamente attenuati**

La politica commerciale degli Stati Uniti sembra andare in una direzione più pragmatica rispetto a quanto temuto, ma le potenziali restrizioni precedentemente annunciate dall'amministrazione Trump, tra cui le barriere alle importazioni, le limitazioni agli investimenti esteri diretti o le norme in materia di immigrazione, continuano a rappresentare un rischio al ribasso. Molte economie emergenti hanno stretti legami commerciali e di investimento con gli Stati Uniti e ciò le rende vulnerabili a eventuali sviluppi.



Come sottolineato nel Capitolo 1, i canali attraverso cui i partner commerciali degli Stati Uniti potrebbero subire

un impatto sono il commercio, le rimesse e gli investimenti esteri diretti (IED). Per quanto riguarda il commercio, nell'ambito degli accordi dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC) i paesi non possono discriminare facilmente tra i loro partner commerciali. Tuttavia, questa regola può essere aggirata e qualora l'amministrazione statunitense dovesse decidere di adottare misure quali i dazi all'importazione, è probabile che l'impatto maggiore interesserebbe quei paesi che hanno forti eccedenze commerciali con gli Stati Uniti. La Figura 3.1 mostra le economie emergenti che dipendono maggiormente dagli Stati Uniti in termini di percentuale di export sul PIL. Una quota significativa dell'export dei paesi dell'America Latina, dell'Asia e dell'Africa è indirizzata verso gli Stati Uniti. Sono evidenziati i paesi più vulnerabili e quelli maggiormente a rischio in caso di imposizione di dazi da parte degli USA: tra questi troviamo Messico, Vietnam e Cambogia, mentre Gabon e Trinidad e Tobago sono particolarmente vulnerabili in qualità di esportatori di energia poiché gli Stati Uniti stanno diventando sempre più autosufficienti dal punto di vista energetico. Indipendentemente dalle politiche attuate dall'amministrazione Trump, questi paesi hanno l'esigenza di individuare altri mercati.

Le norme anti-immigrazione, che potrebbero comportare una flessione delle rimesse dagli Stati Uniti, avrebbero un effetto negativo soprattutto su alcuni paesi dell'America Latina. L'impatto sui paesi asiatici sarebbe più contenuto, benché le rimesse interessino anche alcuni mercati più piccoli, ad esempio il Vietnam e le Filippine dove le rimesse rappresentano oltre il 3% del PIL. Tuttavia, i requisiti in termini di finanziamento esterno di questi paesi sono relativamente bassi e ciò li rende quindi meno vulnerabili.

Lo stesso discorso vale per il rischio di un calo degli investimenti esteri diretti da parte degli USA sulla scia della politica di "America First" dell'amministrazione Trump. Nel caso dell'Asia, i paesi non sono così dipendenti dagli investimenti USA da determinare serie difficoltà finanziarie. L'America Latina appare maggiormente a rischio dato che la metà dell'attuale disavanzo corrente del Messico è finanziata con investimenti dagli Stati Uniti. Trinidad e Tobago è il paese più vulnerabile poiché gli investimenti dagli USA coprono l'intero disavanzo corrente.

**La stretta monetaria della FED desta le preoccupazioni maggiori**

Mentre la politica commerciale degli Stati Uniti sembra andare in una direzione più moderata con un conseguente miglioramento delle prospettive per il commercio, sono le condizioni finanziarie a destare i timori maggiori. L'inasprimento della politica monetaria degli USA e la prospettiva di una contrazione da parte della BCE, probabilmente all'inizio del prossimo anno, potrebbero avere un effetto negativo sui flussi di capitale



verso le economie emergenti, oltre che sugli oneri finanziari e sui tassi di cambio. La stretta monetaria della Federal Reserve è stata comunicata in modo molto trasparente e tempestivo e ciò ha permesso ai mercati finanziari di reagire senza grosse scosse. Prevediamo che la situazione si manterrà invariata e che il rischio di una stretta monetaria più rapida del previsto sia oggi più contenuto dal momento che gli stimoli fiscali non dovrebbero dare un impulso significativo alla crescita. Nel frattempo la BCE continua a seguire una politica monetaria molto espansiva, anche se si inizia a prospettare la fine del programma di *quantitative easing*.

Va detto, tuttavia, che i flussi di capitale verso le economie emergenti subiranno un impatto indipendentemente dall'orientamento delle politiche della FED o della BCE. L'effetto sulla crescita economica sarà moderato in quei paesi che possono contare sulla flessibilità dei tassi di cambio. Nel caso dei paesi in cui gran parte del disavanzo corrente è finanziato dal mercato internazionale dei capitali, come Mongolia e Sri Lanka, l'aumento dei tassi di interesse può rappresentare

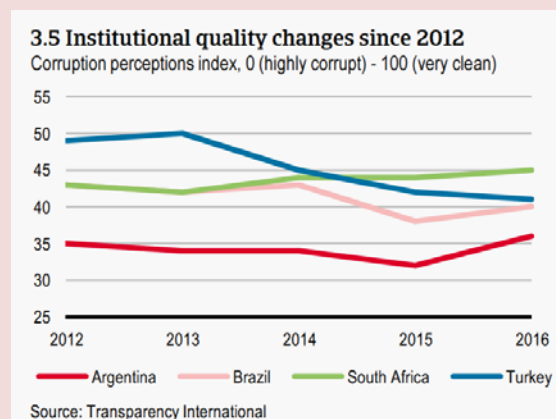
un problema. Soprattutto se il debito estero è denominato in Dollari statunitensi, il finanziamento esterno può diventare più difficile. In India, e in misura minore in Indonesia, le imprese private hanno contratto prestiti in Dollari statunitensi senza prevedere una copertura contro il rischio valutario, mentre Hong Kong, la cui valuta è ancorata al Dollaro, si vedrà costretta ad aumentare il proprio tasso di interesse ufficiale, con un impatto sui mutui ipotecari. In aggiunta alle limitazioni imposte ai deflussi di capitale dalla Cina, l'inasprimento delle condizioni di credito avrà un effetto negativo sugli investimenti immobiliari e sui consumi privati, anche se per ora non sussiste il rischio di una crisi finanziaria. Nel complesso, riteniamo che la stretta monetaria e il rialzo dei rendimenti obbligazionari dovrebbero rappresentare un problema per le economie emergenti, pur non comportando forti deflussi di capitale e problemi finanziari. Tuttavia, qualora la FED decidesse di agire più rapidamente del previsto, alcuni paesi potrebbero essere esposti a rischi maggiori.

### Box 3.1 Sviluppi nella qualità delle istituzioni

Come evidenziato nel recente World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale, il rafforzamento della qualità delle istituzioni rappresenta un importante fattore di crescita e consente di ridurre l'esposizione alle condizioni esterne. Nel caso delle economie emergenti, il quadro appare disomogeneo in quanto alcuni paesi chiave, tra cui Argentina e Brasile, stanno rafforzando le proprie istituzioni mentre altri, ad esempio Sudafrica e Turchia, stanno andando nella direzione opposta. Un indicatore utile per valutare la qualità delle istituzioni è l'indice di percezione della corruzione di Transparency International, che misura la corruzione percepita nel settore pubblico. Si tratta dell'indicatore più recente tra quelli disponibili e include l'andamento del 2016.

#### Cambiamenti in meglio...

Il livello di corruzione percepita risulta in calo per quanto riguarda Argentina e Brasile sin dal 2015. In Argentina, il cambiamento politico è divenuto imminente nel 2015 data l'impossibilità di rielezione dell'allora presidente Cristina Kirchner. Il suo successore è stato Mauricio Macri che, dopo il suo insediamento a dicembre 2015, si è impegnato a correggere alcuni squilibri macroeconomici, migliorando la credibilità politica e rafforzando istituzioni quali la banca centrale e l'ente statistico. L'agenzia di rating S&P ha recentemente premiato questi sforzi alzando il rating sul debito sovrano da B- a B. In Brasile, il miglioramento va di pari passo con l'inchiesta "Lava Jato" legata al caso di corruzione che ha travolto la compagnia Petrobrás all'inizio del 2014 e che vede coinvolto anche il colosso delle costruzioni Odebrecht. Queste inchieste contribuiscono ad accrescere l'instabilità politica e hanno avuto un forte impatto sull'economia brasiliana, ma stanno anche gettando le basi per una buona elasticità e un rafforzamento della crescita economica nel lungo termine. Un ulteriore contributo verrà dal quadro fiscale varato dal nuovo presidente Michel Temer, salito al potere lo scorso mese di agosto dopo l'incriminazione della presidente Rousseff.



#### ... e in peggio

Viceversa, in **Turchia** il livello di corruzione percepita continua a crescere dal 2014, dopo che il presidente Erdogan ha dato il via a una serie di ingerenze politiche nel sistema giudiziario. Dopo il fallito colpo di stato del luglio 2016, la qualità delle istituzioni ha subito un ulteriore contraccolpo e sono cresciuti i timori nei confronti dell'indipendenza della banca centrale. Tutte le agenzie di rating hanno citato la preoccupazione legata all'erosione della solidità istituzionale tra i motivi principali per il declassamento del debito sovrano della Turchia al livello "sub-investment grade", come testimonia il downgrade operato da Moody's e S&P all'inizio di quest'anno. Infine, per quanto riguarda il **Sudafrica**, il livello di corruzione percepita da parte dell'opinione pubblica sta aumentando, benché ciò non sia ancora evidente nell'indice di Transparency International trattandosi di sviluppi molto recenti. Il Presidente Zuma potrebbe essere nuovamente incriminato per le accuse di corruzione che erano state fatte cadere nel 2009. Ben più importanti sono i timori crescenti nei confronti della qualità delle istituzioni dopo il recente rimpasto di governo che ha visto anche la rimozione dall'incarico dello stimato Ministro delle Finanze Pravin Gordhan e del suo Viceministro. In risposta, le agenzie di rating S&P e Fitch hanno abbassato il loro rating del debito sovrano del Sudafrica al livello "sub-investment grade", mentre Moody's ha posto in "negative watch" il suo rating Baa2. Per concludere, gli sviluppi nella qualità delle istituzioni favoriscono la resistenza agli shock e la crescita a medio termine, ad esempio attraverso l'afflusso di capitali. Gli investitori internazionali prediligono in genere i mercati emergenti che possono vantare istituzioni solide. Non è quindi un caso che le previsioni per Brasile e Argentina indichino un miglioramento della crescita economica, mentre le prospettive per Turchia e Sudafrica stanno facendosi più modeste.

## Paesi emergenti dell'Asia: sfida alle turbolenze dall'esterno

Con una crescita prevista del PIL del 2,7% nel 2017 e del 5,6% nel 2018, l'Asia Emergente si conferma l'economia a più rapida crescita a livello mondiale. L'economia della Cina continua a rallentare ma, nonostante le debolezze significative, il rischio di un atterraggio duro sembra al momento scongiurato. La crescita di India e Indonesia è solida e sta accelerando. Mentre le tre economie principali sembrano seguire un percorso di crescita più o meno autonomo, molte altre economie emergenti e in via di sviluppo sono esposte agli sviluppi esterni. I venti contrari, provenienti soprattutto dagli Stati Uniti, potrebbero rallentare la crescita benché, nel nostro scenario di riferimento, l'impatto di questi sviluppi esterni appaia piuttosto limitato.

Table 3.2 Real GDP growth (%) – emerging Asia

	2016	2017f	2018f
China	6.7	6.6	6.2
Hong Kong	1.9	2.2	2.1
India	7.0	7.3	7.6
Indonesia	5.0	5.2	5.3
Singapore	2.0	2.4	2.2
Taiwan	1.5	2.1	2.0

Source: Consensus Forecasts (May 2017)

### Strategia di riequilibrio da parte delle autorità cinesi

Mentre l'andamento della crescita dell'Asia non dovrebbe risentire eccessivamente della politica commerciale e monetaria dell'amministrazione Trump, lo scenario potrebbe mutare radicalmente a causa di un rischio proveniente dall'interno, ossia il rallentamento dell'economia e i crescenti squilibri economici per quanto riguarda la Cina. Il rallentamento della crescita è iniziato circa cinque anni fa per effetto della transizione dell'economia, voluta dalle autorità cinesi, verso un modello orientato sui consumi interni piuttosto che su esportazioni e investimenti. Il governo sta cercando di operare un rallentamento economico graduale onde evitare una brusca battuta d'arresto che potrebbe comportare un forte aumento della disoccupazione e delle tensioni sociali. Inoltre, vi è una forte pressione politica per attenuare il rallentamento della crescita in vista del 19° Congresso del Partito Comunista che si terrà in autunno.

Al momento gli sforzi del governo sembrano produrre i risultati auspicati: dall'inizio dell'anno i dati macroeconomici hanno visto un miglioramento e le previsioni del FMI e dell'OCSE sono state leggermente riviste al rialzo non soltanto alla luce del buon andamento della produzione industriale e del settore del

retail, ma anche dell'indice dei direttori agli acquisti. La performance del settore immobiliare è stata altrettanto positiva nei primi mesi dell'anno dato che le misure adottate dal governo per raffreddare il mercato non hanno ancora prodotto risultati concreti. I dati relativi al PIL reale sono stati migliori del previsto (+6,9% nel primo trimestre), in parte grazie ai forti livelli di investimenti pubblici nelle infrastrutture e alla ripresa dell'export. A livello settoriale, la ripresa della crescita è stata sostenuta da produzione ed edilizia; anche il settore dei servizi ha dato il suo contributo, benché in lieve rallentamento. Questi settori possono contare su politiche di sostegno più solide del previsto. In aggiunta alla politica fiscale espansiva, la forte crescita del credito stimola gli investimenti delle imprese e quelli nel mercato immobiliare. La politica monetaria espansiva consente alle imprese statali e ai governi locali di attirare denaro a buon mercato.

I dati positivi, uniti alle migliori prospettive per quanto riguarda l'economia mondiale, fanno sì che l'eventualità di un atterraggio duro dell'economia cinese sia più remota rispetto a un anno fa. Tuttavia, la performance relativamente positiva dell'industria e la forte crescita degli investimenti non implicano la fine della strategia di transizione verso un modello orientato ai consumi. Prevediamo quindi che il rallentamento della crescita proseguirà e le autorità cinesi dovranno riuscire ad evitare una brusca frenata risolvendo al contempo gli squilibri dell'economia. Questi ultimi sono legati principalmente alle imprese statali, ai governi locali e i loro canali di finanziamento, nonché ai settori immobiliare e finanziario. Analizzando più in dettaglio questi squilibri appare evidente che il rischio principale risiede nella loro interrelazione.

**Imprese statali.** Le imprese statali continuano a rappresentare il 16% della crescita e quasi la metà di tutti i prestiti bancari malgrado le privatizzazioni. Molte imprese statali operano in modo inefficiente, hanno una gestione inadeguata e dipendono dagli aiuti di Stato. È necessaria una ristrutturazione su vasta scala, anche se ciò potrebbe costare la perdita di milioni di posti di lavoro. Un fattore di vulnerabilità importante per quanto riguarda le imprese statali è il loro forte indebitamento. Dall'inizio della crisi finanziaria i prestiti hanno raggiunto un livello eccessivo, nell'intento di finanziare il forte aumento degli investimenti, ma con un utilizzo spesso inefficiente. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2016 il debito delle società non finanziarie si è portato al 170% del PIL. Le autorità cinesi mirano a ridurre i livelli di indebitamento attraverso limitazioni di bilancio e ristrutturazione del debito. Molte imprese saranno costrette a chiudere, riducendo l'eccesso di capacità nel settore minerario, siderurgico e in altre industrie pesanti. Il processo di ristrutturazione delle imprese statali e del loro debito procede a rilento. Al

momento, il problema dell'indebitamento elevato, dell'eccesso di capacità e della bassa produttività è ancora irrisolto, soprattutto nel nord del paese.

**Governi locali.** I governi locali svolgono un ruolo importante per quanto riguarda il finanziamento delle imprese statali. Il debito del governo centrale è pari soltanto al 19% del PIL, ma il cosiddetto debito aumentato, che include anche i governi locali e i loro canali di finanziamento (i cosiddetti LGFV), si è portato lo scorso anno al 60% del PIL (rispetto al 47% quattro anni prima) e l'FMI prevede che toccherà il 74% nel 2021. Dopo la crisi finanziaria, gli LGFV, che sono stati creati negli anni '90, sono stati utilizzati per raggiungere gli obiettivi di crescita attraverso investimenti nelle infrastrutture. In particolare a partire dal 2014/2015, l'emissione di prestiti da parte degli LGFV ha visto un incremento significativo. I progetti in infrastrutture sono spesso realizzati attraverso partnership tra pubblico e privato, dove il privato è rappresentato dalle imprese statali. Mentre per le "vere" imprese private il ritorno dell'investimento è troppo basso, le imprese statali, potendo contare su facili opzioni di finanziamento, si accontentano di un rendimento più limitato. Vi è quindi una forte interdipendenza tra governi locali, imprese statali e investimenti infrastrutturali non redditizi.

**Settore immobiliare.** Uno dei punti deboli dei governi locali è la loro dipendenza dagli sviluppi del mercato immobiliare. Circa il 37% dei ricavi dei governi locali deriva dalla vendita di terreni e dalle imposte sugli immobili. Dopo il forte aumento dei prezzi degli ultimi anni, nelle grandi città sta iniziando a pesare la minaccia di una bolla immobiliare. Ciò comporta un rischio per la posizione finanziaria dei governi locali e, di conseguenza, per l'intera economia.

**Settore finanziario.** La consistenza elevata dei crediti in essere, ma soprattutto la cattiva qualità di molti prestiti e la liquidazione delle imprese statali, mettono a rischio il settore finanziario, che è dominato dagli istituti bancari di Stato. La quota di crediti in sofferenza era ufficialmente dell'1,7% alla fine del 2016, ma secondo i dati del FMI oltre il 15% di tutti i prestiti commerciali alle imprese sono a rischio di default. La mancanza di trasparenza rappresenta un serio problema in quanto mina la fiducia reciproca tra mutuatari e prestatori. La ridotta disponibilità di prestiti da parte delle banche ha favorito il ricorso ai prodotti del sistema bancario ombra, cresciuti del 20% nella prima metà dello scorso anno e il cui volume complessivo si è portato ad oltre l'80% del PIL. Le banche più piccole sono particolarmente vulnerabili a causa della massiccia emissione di soluzioni di Wealth Management, che ha creato una bolla il cui scoppio potrebbe avere conseguenze sulla fiducia degli investitori e comportare il rischio di una stretta creditizia.

Il governo ha adottato diverse misure per contenere la crescita del credito e abbattere i livelli di debito in vari settori dell'economia. Oltre alla già citata ristrutturazione delle imprese statali, le autorità cinesi hanno inasprito le norme che disciplinano l'acquisto di case e lo sviluppo del mercato immobiliare. Inoltre, le autorità hanno aumentato le tariffe minime per i mutui ipotecari e imposto una durata massima. Queste misure, unitamente alla transizione dell'economia, determineranno un rallentamento della crescita soprattutto il prossimo anno. L'obiettivo ufficiale di crescita del PIL "intorno al 6,5%" per quest'anno sembra raggiungibile, mentre la previsione di Consensus per una crescita del 6,2% nel 2018 è, a nostro giudizio, piuttosto ottimistica. La politica fiscale continuerà a supportare la crescita, ma l'inasprimento della politica monetaria da parte della banca centrale (anche in risposta all'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti), la stretta sull'acquisto degli immobili e il rallentamento dell'export fanno propendere per un rischio al ribasso.

Le autorità sono anche intervenute sul deflusso di capitali, iniziato nel 2014 e in accelerazione dallo scorso anno e il cui effetto è stato il calo della valuta cinese, che ha toccato il livello più basso degli ultimi otto anni. I massicci interventi non hanno attenuato la discesa e le riserve hanno visto una rapida flessione. L'entità delle riserve è ancora enorme, anche in termini storici, ma la velocità con cui si sono ridotte ha spinto le autorità, lo scorso mese di novembre, ad aumentare i controlli sulle transazioni in conto capitale e, in alcuni casi, anche sul conto delle partite correnti. Le restrizioni hanno contribuito a stabilizzare il tasso di cambio del Renminbi, con buone prospettive per quanto riguarda le riserve in valuta estera. I flussi di capitale hanno visto un'inversione di tendenza a febbraio, anche se potrebbe non trattarsi di un'inversione strutturale. È probabile che il Renminbi subirà un ulteriore lieve deprezzamento, con il rischio di maggiori oscillazioni nel prossimo futuro; tuttavia, la possibilità che le autorità debbano optare per una drastica svalutazione *una tantum* o una fluttuazione della valuta sembra scongiurata. Al momento le autorità cinesi hanno scelto di tenere sotto controllo i flussi di capitale in modo da implementare una politica monetaria indipendente e monitorare il tasso di cambio (non si può pensare di avere al contempo una libera circolazione di capitali, una politica monetaria indipendente e un controllo sul tasso di cambio, come insegna il "trilemma" o la cosiddetta regola della "trinità impossibile").

### Strategia di riequilibrio da parte delle autorità cinesi

Come per la Cina, l'adozione di politiche economiche efficaci è essenziale per altre economie emergenti. Alcuni paesi stanno muovendosi meglio rispetto ad altri, ad esempio India e Indonesia, le due principali economie dopo la Cina. A partire dal 2014, il Primo Ministro Narendra Modi e il suo Bharatiya Janata Party (BJP), il

partito di centro attualmente alla guida del paese, hanno promosso politiche ambiziose volte a migliorare la struttura economica del paese. Le autorità indiane hanno già varato una serie di importanti misure fiscali e monetarie. Lo scorso anno il Parlamento ha approvato un progetto di legge in materia di imposte su merci e servizi che porterà all'unificazione fiscale nel paese. Gli sforzi del governo di trasformare il regime di sussidi pubblici erogando i pagamenti direttamente sul conto corrente dei beneficiari attraverso una piattaforma unica di identificazione consentirà di ridurre gli sprechi e combattere la corruzione. Altrettanto positivo è stato il cambio istituzionale e di leadership in seno alla Reserve Bank of India, che ha garantito l'indipendenza delle autorità monetarie. Lo stesso vale per il controverso schema di demonetizzazione, che ridurrà la corruzione e il cui moderato effetto negativo sulla crescita economica

sarà solo temporaneo. Il governo ha anche aumentato la spesa a favore delle infrastrutture. Alcune delle iniziative varate dal governo Modi potrebbero non dare i risultati sperati, ad esempio la riforma del mercato fondiario e del lavoro; inoltre, le autorità devono ancora intervenire sulla riduzione dei crediti inesigibili, il cui volume pesa sugli investimenti interni. La politica di bilancio del governo favorirà comunque la crescita economica nei prossimi anni. Oltre alla spesa pubblica, anche i consumi privati e le esportazioni dovrebbero registrare una buona performance. Poiché l'India non dovrebbe risentire eccessivamente per il rallentamento della Cina e la possibile politica commerciale degli Stati Uniti (l'India ha un'economia relativamente chiusa), la crescita del PIL reale potrebbe portarsi al 7,3% quest'anno e al 7,6% nel 2018.

### Box 3.2 Ruolo crescente della Cina nel commercio internazionale

Il rallentamento della crescita dell'economia cinese ha avuto, com'è ovvio, un effetto negativo sulla performance economica della regione. Un recente studio del FMI mostra che il calo di un punto percentuale nella crescita della Cina si traduce in una flessione dello 0,3% della crescita di Indonesia, Malesia e Thailandia e di circa lo 0,2% per quanto riguarda Cambogia, Laos e Vietnam. Inoltre, il Fondo Monetario Internazionale ritiene che un andamento negativo in Cina potrebbe avere un impatto sui prezzi delle attività finanziarie e sulle condizioni monetarie a livello regionale. In uno scenario sfavorevole di una brusca battuta d'arresto dell'economia cinese seguita da una crisi finanziaria, i paesi dell'area ASEAN andrebbero indubbiamente incontro a ripercussioni. Va detto comunque che la Cina continua ad avere un impatto positivo sulla regione in quanto stimola il commercio e gli investimenti in infrastrutture e, quindi, la crescita economica. Nell'attuale contesto di possibile deriva protezionistica da parte degli Stati Uniti, le iniziative adottate dal governo cinese a favore del commercio e degli investimenti non potrebbero essere più gradite.

Pochi giorni prima dell'insediamento di Donald Trump, in occasione del World Economic Forum di Davos, il Presidente cinese Xi Jinping ha pronunciato un discorso in difesa della globalizzazione affermando che la Cina sosterrà il libero scambio e l'apertura dei mercati. Una dimostrazione è la "Nuova Via della Seta" (One belt, one road, acronimo: OBOR), un'iniziativa strategica della Cina, reminiscenza dell'antica Via della Seta che collegava la Cina ai paesi dell'Eurasia. L'OBOR è lo strumento moderno lanciato dalla Cina per stimolare l'integrazione regionale attraverso il coordinamento delle politiche, la cooperazione economica e la collaborazione finanziaria, allo scopo di promuovere la connettività. La Cina propone non soltanto la creazione di una rete fisica di ferrovie, strade, oleodotti e gasdotti che colleghino la Cina con Europa, Africa orientale e altre parti dell'Asia, ma anche l'adozione di una piattaforma per la cooperazione.

Con la sua partecipazione all'accordo di partenariato economico regionale (RCEP), la Cina agisce anche da contrappeso alle possibili tendenze protezionistiche dei mercati avanzati. Dopo che l'amministrazione Trump ha deciso di uscire dagli accordi TPP, il Giappone e i paesi dell'area ASEAN hanno spinto per accelerare le discussioni sulla RCEP, un patto lanciato nel 2012 con l'obiettivo di favorire la cooperazione economica tra Asia, Cina, Giappone, Corea del Sud, Australia e Nuova Zelanda. La RCEP è vista come un'alternativa al TPP, che esclude Cina e India, e include diverse nazioni del continente americano. La RCEP fissa standard più bassi in materia di libero scambio e cooperazione, ma la recente iniziativa da parte del Giappone di ripristinare il TPP anche senza la presenza degli USA sta spingendo verso un aumento degli standard fissati dalla RCEP.

Benché al momento gli sviluppi delle diverse iniziative non siano ancora chiari, è evidente che la Cina svolge un ruolo di stimolo per il commercio regionale e mondiale. Se le autorità riusciranno a risolvere gli squilibri dell'economia cinese, il risultato sarà una crescita più lenta ma più sostenibile, con un impatto positivo a livello globale.



### Difficoltà di attuazione delle riforme in Indonesia

L'Indonesia è un altro esempio di economia emergente dell'Asia le cui politiche governative stanno favorendo la crescita. L'aumento del PIL dovrebbe accelerare al 5,2% quest'anno e al 5,3% nel 2018 (rispetto al 5,0% del 2016) grazie soprattutto agli investimenti da parte di governo e imprese. Il Presidente Joko Widodo, che ha assunto la carica nel 2014, si è posto l'obiettivo di rafforzare l'economia attraverso il miglioramento delle infrastrutture e la crescita degli investimenti esteri, che considera vitali per colmare le lacune dell'Indonesia. Nel frattempo, il governo intende sviluppare la base produttiva, ridurre la dipendenza dal settore delle risorse e riformare il poco produttivo settore agricolo. Inoltre, il governo vuole ampliare la base imponibile per migliorare le entrate dello Stato e combattere corruzione e burocrazia.

L'implementazione delle politiche di riforma è però più complessa rispetto a quanto visto in India. Il governo ha semplificato le procedure per gli investitori esteri e ne ha reso possibile la presenza attiva in un numero crescente di settori. Tuttavia, alcuni investimenti esteri su larga scala sono frenati dalla burocrazia, mentre in altre aree, tra cui il settore minerario, vi è ancora una tendenza al protezionismo, come denunciato dagli Stati Uniti. D'altro canto, l'Indonesia è un membro attivo dell'ASEAN ed è coinvolta nella RCEP promossa dalla Cina. A seguito dei recenti incontri tra il premier Widodo e il Primo Ministro australiano Malcolm Turnbull, i due paesi sono vicini a sottoscrivere un accordo di libero scambio. Questo accordo generale sul commercio tra Indonesia e Australia prevede un allentamento delle restrizioni alle esportazioni e ha lo scopo di sostenere le imprese e favorire la creazione di posti di lavoro.

## America Latina: ripresa debole

La regione sta uscendo da due anni di recessione, ma la ripresa è più debole del previsto (1,6% nel 2017 e 2,6% nel 2018). La fase di ripresa è sostenuta dal ritorno a una

politica ortodossa da parte di Argentina e Brasile. Tuttavia, la sostanziale incertezza che attraversa gran parte della regione, insieme agli aumenti contenuti dei prezzi delle materie prime e a circostanze specifiche di ciascun paese, hanno rallentato la crescita. A differenza della maggior parte dei paesi, Argentina e Messico non dispongono di margini per una politica monetaria espansiva. Le derive protezionistiche da parte degli Stati Uniti sono la sfida principale per questa regione, soprattutto nel caso del Messico. Va detto comunque che la regione sta affrontando queste sfide in modo proattivo. Inoltre, il Messico è in grado di far fronte al periodo di crescente incertezza data l'integrazione delle catene di fornitura con gli Stati Uniti e la forte integrazione con le principali economie globali. La regione è anche in grado di gestire l'impatto dell'aumento dei tassi di interesse statunitensi data la percentuale generalmente contenuta di debiti in valuta estera, l'efficacia delle politiche, la flessibilità dei tassi di cambio e i buoni margini per quanto riguarda le riserve internazionali. La principale eccezione è rappresentata dall'Argentina, dati i suoi elevati requisiti di finanziamento e i margini di manovra relativamente bassi. Va da sé che i rischi di default in Argentina sono estremamente alti.

Table 3.3 Real GDP growth (%) - Latin America

	2016	2017f	2018f
Argentina	-2.3	2.7	3.0
Brazil	-3.6	0.6	2.5
Chile	1.6	1.6	2.7
Colombia	2.0	2.2	2.9
Mexico	2.3	1.8	2.2
Peru	3.9	3.0	3.8
Venezuela	-18.6	-5.0	-0.4

Source: Consensus Forecasts (May 2017)

### Argentina: fuori dalla recessione, ma ancora fragile

L'Argentina sta lentamente uscendo dalla forte fase di recessione dello scorso anno dovuta al calo dei prezzi dei prodotti agricoli e al ritorno a una politica più ortodossa da parte del governo Macri. L'economia ha ripreso a crescere nella seconda metà dello scorso anno e molti indicatori mostrano un ulteriore miglioramento dato che l'economia sta beneficiando della ripresa dei prezzi nel settore agricolo e del buon andamento dei raccolti. La situazione economica resta tuttavia fragile. Benché in flessione, lo scorso marzo il tasso d'inflazione era ancora al 34%, ben al di sopra dell'obiettivo del 12-17% fissato per il 2017. La banca centrale ha risposto alzando i tassi di interesse. Ciò conferma il miglioramento della qualità delle istituzioni (si veda il Box 3.1) ma, insieme all'ancora atteso consolidamento fiscale, contribuirà a frenare la crescita economica nei prossimi mesi. Le tensioni sociali sono aumentate in vista delle elezioni del prossimo ottobre, oltre che per l'inflazione elevata e il forte tasso di disoccupazione, come dimostra il recente sciopero



generale di aprile. Il consenso nei confronti del governo resta comunque intorno al 50%, un dato decisamente alto: a conferma di questa fiducia, all'inizio di aprile decine di migliaia di persone sono scese in strada per ribadire il rifiuto a un ritorno alle politiche attuate dai precedenti governi di Cristina e Néstor Kirchner, alla guida del paese dal 2003 al 2015. La crescita dell'export è solida e il governo ha prefinanziato il 70% dei requisiti di finanziamento esterno per l'anno in corso. Ciò contribuirà a mitigare la vulnerabilità nei confronti di una normalizzazione della politica monetaria degli Stati Uniti, a cui l'Argentina è fortemente esposta.

### **Brasile: lenta ripresa dell'economia in un contesto politico incerto**

Il Presidente Michel Temer ha fatto ulteriori passi avanti nella sua agenda di riforme dopo che il Congresso ha approvato, lo scorso dicembre, una modifica costituzionale per congelare la spesa del settore pubblico, una componente vitale degli sforzi di adeguamento fiscale da parte del governo. Questa manovra dovrà essere integrata con le riforme del mercato del lavoro e della previdenza sociale attualmente in fase di discussione da parte del Congresso. Ciò ha favorito l'ulteriore aumento della fiducia, con un conseguente apprezzamento del Real nonostante il forte allentamento monetario che ha determinato un rapido calo dell'inflazione: dopo il picco del 10,7% toccato a gennaio 2016, l'inflazione è scesa al 4,6%, perfettamente in linea con l'obiettivo del 3-6%, consentendo alla banca centrale di tagliare i tassi.

Questi sviluppi stanno gettando le basi per una graduale ripresa delle attività economiche dopo un lungo periodo di forte contrazione. Benché l'uscita dalla fase di recessione stia richiedendo più tempo del previsto, l'economia sta mostrando segnali di ripresa: la produzione del comparto manifatturiero è in salita dallo scorso mese di marzo. La ripresa dipende tuttavia dagli ulteriori progressi nell'implementazione del programma di riforme. Il rischio di una "diluizione" delle riforme si è recentemente aggravato dopo che la Corte Suprema ha autorizzato le indagini nei confronti di un terzo del governo e di molti membri del Congresso nell'ambito dello scandalo "Lava Jato". Benché ciò abbia un impatto negativo sulla governabilità, lo scenario principale continua a prevedere che il governo riuscirà ad approvare la riforma delle pensioni seppure in forma annunciata.

La vulnerabilità del Brasile nei confronti del protezionismo degli USA è bassa, data la quota relativamente modesta delle esportazioni sul mercato statunitense, il saldo commerciale negativo con gli Stati Uniti e la percentuale moderata di investimenti esteri diretti da parte degli investitori americani (<20% del totale). Le imprese brasiliane sono vulnerabili nei confronti della normalizzazione della politica monetaria degli Stati Uniti dato che il 40% del debito è finanziato in

valuta estera. Tuttavia, il calo dei tassi di interesse sul debito interno contribuirà a mitigare l'impatto sul servizio del debito, mentre i meccanismi di copertura riducono la vulnerabilità nei confronti del rischio di cambio. La resistenza agli shock del Brasile resta quindi forte ed è ulteriormente sostenuta dalla flessibilità del tasso di cambio, dalla solidità del settore esterno, dalle cospicue riserve ufficiali e da un sistema bancario sano.

### **Box 3.3 Iniziative commerciali in America Latina**

In risposta al rischio crescente di un protezionismo globale dopo il ritiro degli Stati Uniti dal Partenariato Trans-Pacifico e l'annunciata rinegoziazione degli accordi NAFTA, i paesi dell'America Latina hanno messo in atto diverse iniziative volte a rafforzare l'integrazione a livello regionale, aumentare la cooperazione tra loro e con i paesi asiatici (inclusa la Cina) e accelerare gli accordi di libero scambio con l'UE. Ad esempio, i paesi dell'Alleanza del Pacifico (Cile, Colombia, Messico e Perù) stanno promuovendo i legami con l'Asia e favorendo la sottoscrizione di accordi commerciali con gli 11 paesi superstiti del TPP, oltre che con altri mercati asiatici tra cui Cina, Corea del Sud e India. Le discussioni in corso tra questi paesi potrebbero favorire la nascita di un blocco trans-pacifico alternativo. La Colombia dovrebbe ottenere i maggiori benefici in quanto non aveva sottoscritto il TPP e non aveva accordi di libero scambio in essere con la Cina. Al di là delle discussioni sul futuro del TPP, i paesi dell'Alleanza del Pacifico si sono anche orientati verso una maggiore integrazione a livello regionale, ad esempio attraverso il Mercosur, un blocco commerciale composto da Argentina, Brasile, Paraguay e Uruguay che sta riprendendo vigore in Brasile e, soprattutto, in Argentina. Il Presidente argentino Macri ha svolto un ruolo di primo piano nelle discussioni per un accordo di libero scambio Mercosur-UE, che si trascina con fasi alterne sin dal 1999. L'intento dell'Argentina è di raggiungere un accordo prima della XI Conferenza Ministeriale OMC prevista a Buenos Aires il prossimo dicembre. L'Unione Europea è il principale partner commerciale del Mercosur e una fonte di investimenti esteri. Tuttavia, restano degli ostacoli da superare, soprattutto per quanto riguarda la gestione dei prodotti agricoli. Nel frattempo, il Messico ha accelerato le discussioni con l'UE per aggiornare gli accordi di libero scambio.

### **Messico: economia in stallo, ma buona elasticità**

L'economia del Messico è la più esposta agli sviluppi negli Stati Uniti: oltre l'80% delle esportazioni sono destinate al mercato statunitense e circa la metà delle rimesse e degli investimenti esteri diretti provengono dagli USA.

Tuttavia, data la forte integrazione delle catene di fornitura tra Messico e Stati Uniti e il reciproco valore aggiunto sulle esportazioni, l'eventuale rottura degli scambi commerciali avrebbe un impatto anche sulle imprese statunitensi, che faranno quindi pressione sull'amministrazione statunitense per evitare decisioni che potrebbero compromettere i loro vantaggi in termini di costi. Ciò ha fatto aumentare le probabilità di un approccio più pragmatico nei confronti delle rinegoziazioni del NAFTA e una maggiore apertura verso l'industria dei servizi (piuttosto chiusa nel caso del Messico). L'effetto positivo si rifletterebbe anche sull'economia messicana dato che farebbe aumentare la produttività del settore dei servizi nel lungo termine. Lo stesso vale per la diversificazione del mercato dell'export. In risposta alla decisione del Presidente Trump di rinegoziare il NAFTA e di rendere più rigide le politiche di immigrazione, il Messico sta impegnandosi a rafforzare i legami con i paesi dell'Alleanza del Pacifico, del Mercosur e dell'Unione Europea. Inoltre, il Messico ha in essere 12 accordi di libero scambio con 46 paesi e ciò dovrebbe aiutare a reindirizzare le esportazioni verso altri mercati.

Il ridimensionamento dei timori legati alle conseguenze della presidenza Trump per il Messico è testimoniato dall'aumento del livello di fiducia di imprese e consumatori dall'inizio dell'anno e dall'apprezzamento del Peso. Nei primi mesi di quest'anno il Peso messicano è stata la valuta più performante a livello mondiale e ha quasi recuperato dal calo registrato all'indomani dell'elezione di Donald Trump, benché sia ancora soggetto a oscillazioni. L'apprezzamento del Peso riflette anche l'approccio pragmatico adottato dalle autorità messicane, che ha incluso l'aumento dei tassi di interesse, gli interventi sul mercato dei cambi esteri e l'offerta di copertura. Con una manovra proattiva, le autorità hanno anche coperto il fabbisogno di finanziamento esterno e le imprese private stanno riducendo l'esposizione alle oscillazioni del cambio sostituendo i debiti denominati in valuta estera con quelli in valuta locale. Tuttavia, benché ciò dimostri che il paese si trova in una posizione favorevole per far fronte a eventuali shock esterni, la politica monetaria più restrittiva e la mancanza di margine di bilancio stanno pesando sull'attività economica. L'economia del Messico stava registrando una performance debole già ben prima delle elezioni presidenziali americane di novembre 2016: lo scorso anno il PIL era cresciuto soltanto del 2,3% a causa soprattutto del calo dei prezzi e della produzione del petrolio, delle politiche fiscali più rigide e della bassa crescita della produttività. La crescita dovrebbe rallentare ulteriormente nel 2017 (1,8%) e mantenersi debole nel 2018 (2,2%). L'inflazione è salita ad oltre il 5%, il livello più alto dal 2009, a causa del precedente deprezzamento del Peso e dell'introduzione graduale dei prezzi del carburante quest'anno. Detto questo, l'inflazione dovrebbe raggiungere il picco entro la metà del 2017 per

poi scendere fino ad avvicinarsi all'obiettivo fissato dalla banca centrale (2-4%) nel corso del 2018. Gli squilibri esterni sono moderati, le riserve ufficiali sono cospicue e sostenute anche da una "Linea di credito flessibile" del FMI e le prospettive a medio/lungo termine sono ancora solide grazie al miglioramento dei fondamentali e alle politiche efficaci.



### Altri paesi dell'Alleanza del Pacifico: alcune sfide a breve termine

Le previsioni di crescita per quanto riguarda gli altri tre paesi dell'Alleanza del Pacifico - Cile, Colombia e Perù - sono state riviste al ribasso. Lo scandalo brasiliano "Lava Jato" ha comportato un calo dell'attività edilizia in Colombia e Perù. Inoltre, in Colombia l'implementazione dell'accordo di pace con i guerriglieri della FARC sta richiedendo più tempo del previsto e la fiducia di imprese e consumatori resta bassa mentre un altro gruppo di ribelli, l'ELN, sta cercando di danneggiare l'industria petrolifera allo scopo di aumentare il proprio potere contrattuale nei negoziati di pace con il governo. La conseguenza è che produzione, vendite al dettaglio e industria petrolifera stanno registrando una performance negativa. L'inizio dell'anno è stato difficile per il Cile a causa dello sciopero di sette settimane che ha paralizzato la più grande miniera di rame del mondo, oltre che per il crescente tasso di disoccupazione (>6%). Tutti e tre i paesi sembrano comunque in grado di affrontare queste sfide. Alla luce del fatto che l'inflazione è in calo in Colombia ed è sotto controllo in Cile, la banca centrale sta adottando una politica più rilassata che dovrebbe favorire la crescita. Nel caso della Colombia ciò sarà accompagnato da un'accelerazione degli investimenti pubblici nelle infrastrutture. In Perù il governo ha spazio per stimolare l'economia con un pacchetto di misure fiscali e la banca centrale sta considerando la possibilità di tagliare i tassi di interesse per sostenere la crescita economica. Anche in questi paesi l'efficacia delle politiche, la flessibilità dei tassi di cambio e la disponibilità di riserve (che, nel caso della Colombia, sono ulteriormente sostenute dalla linea di credito flessibile del FMI) contribuiscono a limitare la vulnerabilità nei confronti di eventuali ricadute sfavorevoli.

## Europa centrale e orientale: primi segnali di miglioramento

La crescita economica sta prendendo slancio nell'Europa orientale, sostenuta dall'aumento dei consumi interni oltre che dalla rigidità del mercato del lavoro, dalla politica monetaria espansiva e dagli stimoli fiscali. Per quanto riguarda Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania, la crescita del PIL è sostenuta dal solido andamento dei consumi e dalla ripresa degli investimenti da parte dell'UE. La solida crescita nell'Eurozona favorirà le opportunità di export dei paesi dell'Europa orientale.

Table 3.4 Real GDP growth (%) - Eastern Europe

	2016	2017f	2018f
Czech Republic	2.3	2.5	2.6
Hungary	2.0	3.3	3.2
Poland	2.7	3.4	3.2
Romania	4.8	3.9	3.3
Russia	-0.2	1.3	1.7
Turkey	2.9	3.1	3.2
Ukraine	2.3	2.3	2.9
CIS	0.3	1.7	2.1

Source: Consensus Forecasts (May 2017)

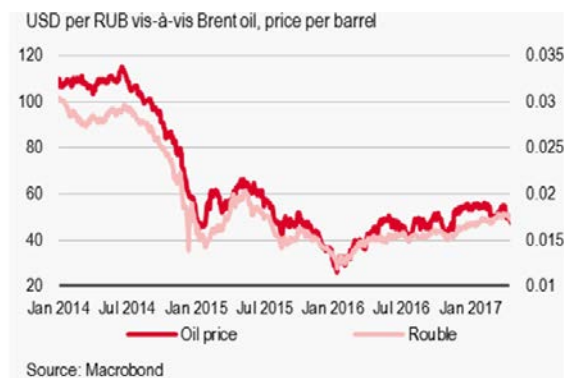
Le prospettive per quanto riguarda la Turchia si mantengono stabili benché inferiori alla media registrata in passato a causa dell'incertezza politica, dei problemi legati alla sicurezza e delle forti vulnerabilità esterne. La crescita nei paesi CSI, inclusa la Russia, dovrebbe accelerare all'1,7% quest'anno, dopo il modesto incremento dello 0,3% nel 2016. Il buon andamento della crescita è sostenuto dalla ripresa della Russia, l'economia principale di questa regione, e dall'aumento dei prezzi delle materie prime.

### Russia: la crescita è in ripresa

La crescita del PIL ha visto una ripresa nella seconda metà del 2016, in linea con le nostre previsioni di novembre. I dati trimestrali sono tornati positivi nel quarto trimestre, con un aumento dello 0,2% del PIL. Anche la produzione industriale ha ripreso slancio (+2%) sotto la spinta dell'aumento della produzione di petrolio (+4% rispetto all'anno precedente). La fiducia da parte delle imprese ha toccato il livello più alto dal 2007 (53,2). Un altro indicatore dell'ottimismo della Russia è l'indice azionario, salito del 10% all'inizio del 2017. Questa tendenza dovrebbe favorire la crescita nel 2017 e 2018 (rispettivamente +1,3% e +1,7%).

Per comprendere le ragioni di questo sviluppo positivo, bisogna considerare lo stretto legame dell'economia russa con l'andamento del prezzo del petrolio. Il Rublo ha registrato delle oscillazioni a partire dalla fine del 2014,

quando la pressione sul tasso di cambio dovuta al calo dei prezzi del petrolio era stata così forte che l'ancoraggio della valuta era costato 100 miliardi di Dollari in riserve in valuta estera. Tuttavia, con la ripresa dei prezzi del petrolio e il risultato delle elezioni statunitensi, il Rublo si è rafforzato del 20% a partire da marzo 2016.



L'apprezzamento del Rublo ha avuto un impatto positivo anche sull'inflazione, scesa al 5,4% lo scorso mese di dicembre e al 4,3% nel marzo di quest'anno. L'inflazione è stata anche sostenuta dal buon andamento dei raccolti ed è oggi pressoché in linea con l'obiettivo fissato dalla banca centrale. Ciò favorisce la ripresa dei consumi delle famiglie (nel 2016 l'inflazione si è attestata al 7%), come dimostrano i dati relativi al primo trimestre (vendite al dettaglio: +2,4%), e consente inoltre alla banca centrale sufficiente margine per ridurre il tasso ufficiale. I tassi sono infatti scesi dal 10% al 9,75% a marzo e continueranno a scendere nel corso dell'anno, portandosi probabilmente all'8%. Ciò significa che la politica fiscale dovrà fornire minore sostegno rispetto al 2016 quando il deficit di bilancio era salito al 3,4%. Infatti, per il 2017 la stretta fiscale dovrebbe essere pari a circa l'1% del PIL per raggiungere un disavanzo del 2,7% quest'anno e del 2,1% nel 2018. Inoltre, il contributo del settore esterno ha subito la pressione dovuta, tra l'altro, all'apprezzamento del Rublo. Il saldo delle partite correnti ha chiuso all'1,7% del PIL nel 2016, in calo rispetto al 5,2% dell'anno precedente. Tuttavia, si tratta di una situazione che non è destinata a durare dato che, sotto la spinta dell'aumento del prezzo e della produzione di petrolio, il saldo corrente dovrebbe aumentare a circa il 3%. Ciò contribuirà alla crescita del PIL che sarà sostenuta, inoltre, dalla lieve ripresa degli investimenti.

In questo contesto, grazie anche all'aumento del prezzo del petrolio, la Russia sta attuando due importanti riforme politiche. Innanzitutto il governo sta intervenendo sul mercato valutario per frenare l'eccessivo apprezzamento del Rublo che potrebbe ostacolare le esportazioni di prodotti diversi dal petrolio. Questa manovra contribuisce inoltre ad incrementare le riserve internazionali. In secondo luogo, il governo ha confermato la sua intenzione di pareggiare il bilancio

entro il 2020 utilizzando un prezzo fisso del petrolio pari a 40 Dollari al barile. Ogni eventuale ricavo aggiuntivo derivante da un prezzo più alto sarà utilizzato per costituire ulteriori riserve (piuttosto che per finanziare il disavanzo). Ciò implica che il prelievo dal Fondo di Riserva che avevamo ipotizzato nella nostra edizione di novembre non dovrebbe concretizzarsi e consente inoltre alla Russia di perseguire una politica economica più indipendente, che potrebbe rendersi necessaria dato che un cambiamento della posizione di Stati Uniti e Unione Europea in materia di sanzioni appare più remoto dopo che l'amministrazione statunitense ha deciso di bombardare gli arsenali del governo siriano. La conseguenza è stata una situazione di stallo nei rapporti con il governo russo, già resi difficili dalle indagini sul coinvolgimento della Russia nell'elezione di Donald Trump. Benché la nuova amministrazione statunitense sembri avere accantonato per il momento l'idea di un cambiamento politico radicale, le prospettive di una riduzione (e ancor meno di un'abolizione) delle sanzioni internazionali sono negative.

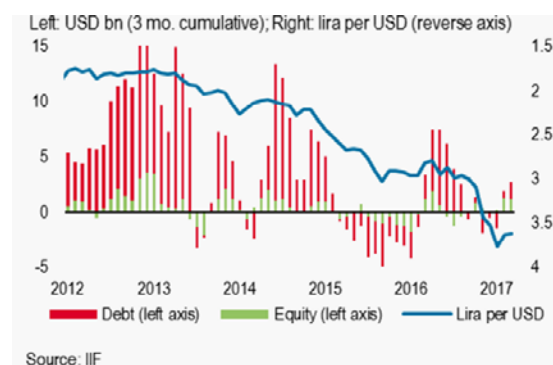
Ciò non aiuterà sicuramente la modernizzazione dell'industria e gli investimenti esteri diretti, così necessari per portare la crescita a livelli più alti rispetto al previsto aumento dell'1,5%-2%. L'alternativa per favorire gli investimenti, ossia un miglioramento significativo del contesto commerciale, è altrettanto improbabile dati gli interessi personali del gruppo facente capo al Presidente Putin. Tuttavia, vi è ancora una speranza di attuazione delle riforme dopo la prevista rielezione di Putin nel 2018. Dopo tutto, alla Russia è stato riconosciuto il merito di aver implementato una buona politica economica, in particolare in materia fiscale e monetaria.

### Le prospettive della Turchia restano incerte dopo il referendum

Il danno economico legato al fallito colpo di stato del luglio 2016 è stato contenuto (soltanto una lieve contrazione delle attività nel terzo trimestre), ma le prospettive di crescita restano incerte. Nel tentativo di stimolare la domanda interna, il governo ha incrementato la spesa fiscale e ha varato alcune misure di supporto al credito. Benché ciò abbia favorito un lieve miglioramento per quanto riguarda la fiducia e le attività economiche, la crescita dell'economia dovrebbe essere all'incirca la metà degli anni passati (le previsioni indicano una crescita del 3,1% nel 2017 e del 3,2% nel 2018). Il paese continua ad essere attraversato da un clima di forte incertezza a causa della discussa transizione verso un sistema presidenziale, con controlli e verifiche limitati, e delle relative implicazioni per il futuro dei rapporti con l'UE. Il referendum del 16 aprile ha approvato la riforma costituzionale con una maggioranza molto limitata (51,4% di voti a favore). I partiti di opposizione e le organizzazioni internazionali (tra cui l'UE) ne hanno contestato il risultato e lo stato d'emergenza è stato

prorogato di altri tre mesi. L'aumento dell'inflazione (che ha toccato la doppia cifra nel mese di aprile, portandosi all'11,9%) e il tasso di disoccupazione (11,8% a gennaio) sono terreno fertile per il sempre più diffuso malcontento sociale in un paese già diviso. I recenti accenni da parte di Erdogan alla possibilità di nuovi referendum sul processo di adesione all'UE e sul ripristino della pena di morte rendono sempre più probabile la necessità di rivedere i rapporti con l'UE.

Nonostante l'evidente rischio di credito, confermiamo il nostro scenario di base che vede una relativa stabilità economica e finanziaria a breve termine. Una volta chiariti i dubbi relativi al referendum, il Presidente Erdogan potrà continuare nella sua politica rigida, almeno fino alle elezioni presidenziali e parlamentari previste alla fine del 2019. La capacità di resistenza agli shock continua ad essere sostenuta dalle finanze pubbliche sane e dal solido sistema bancario; va sottolineato, tuttavia, che l'eventuale prolungamento delle esenzioni fiscali e delle misure di sostegno al credito potrebbe iniziare a far scricchiolare questi due pilastri. La risposta dei mercati finanziari all'indomani del referendum è stata moderatamente positiva dato che il "Si" era considerato dagli investitori come il risultato che avrebbe garantito maggiore stabilità a breve termine. I rendimenti sulle obbligazioni turche si sono riportati a livelli più normali dopo l'impennata registrata a gennaio. Conservare un buon accesso ai mercati finanziari internazionali sarà essenziale per poter finanziare gli importanti progetti infrastrutturali previsti nell'Agenda 2023 del Presidente Erdogan, data in cui la Repubblica della Turchia celebrerà il suo 100° anniversario. Se Erdogan deciderà di dare ulteriore slancio alle riforme economiche strutturali, al momento ancora in sospeso, la fiducia da parte dei mercati finanziari ne uscirà ulteriormente rafforzata.



Ciò non cambia il fatto che la posizione esterna della Turchia rimane fortemente esposta ai cambiamenti nel livello di fiducia del mercato. Il forte disavanzo delle partite correnti è destinato a persistere dato che il graduale aumento dei prezzi del petrolio farà salire i costi delle importazioni e il settore del turismo avrà bisogno di tempo per riprendersi dall'attacco terroristico di



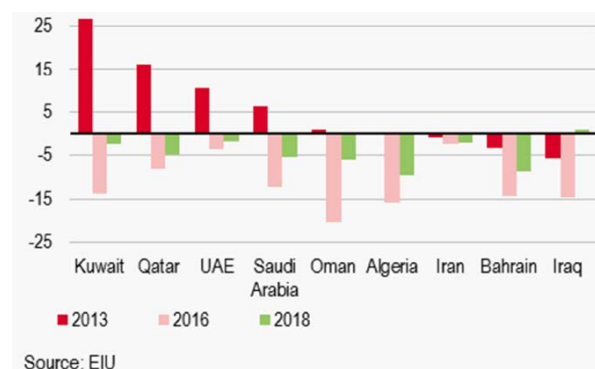
Capodanno. Per finanziare il disavanzo delle partite correnti, la Turchia dipende dagli afflussi di capitali. La cessione del debito turco e di titoli azionari dopo il fallito colpo di stato ha fatto perdere alla Lira turca circa il 25%. Questo forte deprezzamento ha aumentato la pressione sui debiti delle imprese, per la maggior parte denominati in Dollari e spesso privi di copertura dai rischi di cambio.

In un momento in cui è in gioco la sua indipendenza, la banca centrale è riuscita ad arginare la crisi con delle misure restrittive di portata limitata: pur mantenendo invariato il tasso ufficiale, la banca centrale ha iniziato a erogare la maggior parte dei finanziamenti al tasso più elevato (l'ultima finestra di liquidità), aumentato per tre volte dal 10% all'inizio dell'anno al 12,25% ad aprile. Per contrastare il previsto aumento dei tassi di interesse degli Stati Uniti e considerato che l'inflazione è ancora ben al di sopra dell'obiettivo, la banca centrale turca potrebbe dover inasprire ulteriormente la propria politica. Ciò avrebbe l'effetto di frenare il contributo della domanda interna alla ripresa economica e potrebbe far aumentare la pressione da parte del governo. Gli afflussi derivanti dagli investimenti diretti esteri dovrebbero mantenersi strutturalmente bassi alla luce del deterioramento della qualità delle istituzioni e dello Stato di diritto, nonché del raffreddamento delle relazioni diplomatiche con l'UE, da cui proviene la maggior parte di questi investimenti.

## Area MENA: la ripresa dei prezzi del petrolio è una boccata d'ossigeno

L'aumento graduale dei prezzi del petrolio sta contribuendo ad alleviare la pressione sulle posizioni esterne e sui bilanci dei paesi esportatori di petrolio. I saldi delle partite correnti stanno riprendendosi dopo i minimi toccati nel 2016. Tuttavia, alcuni dei paesi originariamente in surplus (ad esempio, Bahrein e Oman) dovrebbero continuare a registrare un deficit quest'anno, mentre il disavanzo dei paesi importatori di petrolio continuerà ad essere significativo. Anche se l'aumento dei prezzi del petrolio dovrebbe rappresentare una boccata d'ossigeno dal punto di vista delle entrate di bilancio, il margine fiscale della maggior parte dei paesi esportatori è ancora molto limitato rispetto al periodo pre-crisi (si veda la Figura 3.6). Inoltre, il punto di pareggio dei prezzi di Bahrein, Arabia Saudita e Oman è ancora ben al di sopra delle previsioni a breve termine. Al momento, la riforma fiscale dovrebbe proseguire benché l'attenzione si stia gradualmente spostando dai tagli alla spesa in conto capitale e ai sussidi per il carburante verso misure volte a incrementare le entrate indipendenti dal petrolio, ad esempio l'introduzione dell'IVA al 5% in tutti gli Stati del Golfo prevista nel 2018. Una delle principali

sfide da affrontare è il contenimento dei salari del settore pubblico, che limitano il margine disponibile per gli investimenti in infrastrutture, come testimonia il recente taglio dei bonus e delle indennità per i dipendenti pubblici in Arabia Saudita.



L'aumento dei prezzi del petrolio, unito alle riforme fiscali e strutturali, ha contribuito a migliorare il livello di fiducia nell'area MENA. Ciò vale soprattutto per l'Arabia Saudita a seguito del saldo di parte degli arretrati nei confronti degli appaltatori edili: in questo modo il principale produttore petrolifero dell'area MENA avrà la possibilità di accedere più facilmente al mercato dei capitali per finanziare il proprio deficit invece di dover ricorrere alle proprie riserve di petrodollari. Lo scorso mese di aprile l'Arabia Saudita ha emesso altri bond per un valore di 9 miliardi di Dollari, sei mesi dopo la vendita più grande di sempre da parte di un mercato emergente. La facilità di accesso al finanziamento esterno aiuterà a migliorare la liquidità del settore privato riducendo gli effetti negativi derivanti dall'esclusione di investimenti privati. Il tasso interbancario a tre mesi dell'Arabia Saudita ha già registrato una flessione portandosi a circa l'1,73% ad aprile, dopo i picchi registrati negli ultimi sette anni (intorno al 2,38% lo scorso mese di ottobre). Ciò consentirà anche di compensare parte dell'impatto sui tassi di interesse interni legato alla normalizzazione dei tassi statunitensi, che l'Arabia Saudita e la maggior parte dei paesi dell'area MENA stanno contrastando con l'ancoraggio della valuta.

La crescita del PIL reale degli esportatori di petrolio vedrà un ulteriore rallentamento nel 2017, dati i previsti tagli alla produzione, per poi tornare ad aumentare nel 2018. Secondo le stime dell'Economist Intelligence Unit (EIU), i tassi di crescita di Oman, Kuwait nonché dell'Arabia Saudita, che subisce il peso maggiore dei tagli alla produzione decisi dall'OPEC, potrebbero persino scendere al di sotto dell'1% nel 2017. Al contrario, l'Iran dovrebbe continuare a registrare un'ottima performance, recuperando quote di mercato. La recente ripresa del tasso di crescita dell'Iran (4,6% nel 2016) sarà seguita da un ulteriore aumento, benché più contenuto, e la produzione dovrebbe riportarsi al livello pre-sanzioni. Gli investimenti esteri diretti in Iran stanno registrando una



ripresa, benché ancora bassi rispetto al potenziale. Le banche estere sono ancora riluttanti a riprendere le transazioni finanziarie date le rimanenti sanzioni applicate dagli Stati Uniti e il rischio di nuove sanzioni da parte dell'amministrazione Trump. La crescita economica nei paesi importatori di petrolio sta riprendendo slancio grazie alla crescente fiducia degli investitori e alle riforme economiche. Tuttavia, l'attività economica nella regione è ancora frenata dal calo del turismo legato ai problemi di sicurezza in alcuni paesi (ad esempio, Tunisia ed Egitto) nonché alle conseguenze di dispute regionali, tra cui i costi economici legati all'accoglienza di un gran numero di rifugiati (nel caso di Giordania e Libano).

Benché ambiziose, le strategie adottate, ad esempio, da Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita (Vision 2030) per diversificare l'economia e attribuire un ruolo più importante al settore privato richiedono del tempo. In questo senso, importanti sviluppi a breve termine includono piani di privatizzazione, tra cui la vendita di una quota di minoranza (circa il 5%) della compagnia petrolifera di stato Aramco (che potrebbe rivelarsi la più grande IPO di sempre). Parte dei proventi saranno reinvestiti in attività all'estero nell'ottica di ridurre la dipendenza futura dalle entrate del petrolio. Nel frattempo, l'ancoraggio della valuta al Dollaro potrebbe minare la competitività dei settori non petroliferi e ostacolare quindi gli sforzi di diversificazione. I tassi di cambio reali effettivi in Arabia Saudita e negli Emirati Arabi Uniti sono cresciuti di circa il 17%-20% negli ultimi quattro anni. D'altro canto, l'Egitto ha lasciato deprezzare la Sterlina egiziana di circa il 50% con il passaggio a un sistema di tassi di cambio flessibili nell'ambito del programma Extended Fund Facility approvato dal FMI a novembre 2016. Insieme alle riforme fiscali e strutturali, ciò dovrebbe contribuire a ripristinare la stabilità macroeconomica in tempi relativamente brevi.

## Africa Sub Sahariana: prevista una modesta ripresa

La crescita economica nei paesi dell'Africa Sub Sahariana dovrebbe registrare quest'anno una modesta ripresa. Sostenuta dall'aumento dei prezzi delle materie prime, l'economia dovrebbe crescere del 2,6% rispetto all'1,4% nel 2016. Ancora più importante, la crescita nelle due principali economie dovrebbe aumentare nel 2017. Lo scorso anno, Nigeria e Sudafrica hanno dovuto confrontarsi con diverse difficoltà di natura macroeconomica. La Nigeria è entrata in recessione per la prima volta dopo anni, mentre la crescita economica del Sudafrica è stata frenata dal calo dei prezzi delle materie prime e dalle frequenti interruzioni di energia elettrica. La ripresa dei prezzi delle materie prime

contribuirà a sostenere la crescita in diversi paesi di questa regione. Anche se il peggio sembra passato, restano dei rischi all'orizzonte, tra cui l'inasprimento della politica monetaria della Federal Reserve. In Ghana, ad esempio, i costi legati al servizio del debito hanno registrato un'impennata. Molti paesi hanno anche dovuto confrontarsi con il deprezzamento della valuta e con l'aumento dell'inflazione, dei tassi di interesse e dei pagamenti del debito estero.

La flessione dei prezzi delle materie prime negli anni precedenti ha provocato un deterioramento dei bilanci e la contrazione delle riserve fiscali. Benché in ripresa, i prezzi delle materie prime non potranno riportarsi ai precedenti livelli nel breve termine e ciò potrebbe ostacolare l'implementazione degli ambiziosi programmi di investimento di molti paesi africani a supporto della crescita. È quindi probabile che alcuni di loro dovranno ricorrere al sostegno del Fondo Monetario Internazionale.

### **Sudafrica: il downgrade del rating aumenta la vulnerabilità**

A seguito del declassamento al livello "sub-investment grade" da parte delle agenzie di rating S&P e Fitch, il Sudafrica ha visto aumentare la propria vulnerabilità agli shock esterni. Il motivo del downgrade è stato il discusso rimpasto di governo voluto dal Presidente Zuma, in particolare la rimozione dall'incarico del Ministro delle Finanze Gordhan, molto rispettato anche a livello internazionale. Ciò ha contribuito ad aumentare l'incertezza, soprattutto per quanto riguarda la prosecuzione del processo di risanamento fiscale. Inoltre, vi è il rischio di una politicizzazione delle istituzioni dopo che il Presidente Zuma ha nominato alcuni suoi alleati al governo. Resta ancora da vedere se il Presidente giungerà al termine del proprio mandato (previsto nel 2019) data la sua forte impopolarità e le tensioni sociali seguite al rimpasto.

Nonostante l'incertezza politica, la crescita economica del Sudafrica dovrebbe riportarsi all'1,0% quest'anno, dopo il modesto incremento dello 0,3% nel 2016. L'aumento dei prezzi delle materie prime per i principali prodotti esportati, la ripresa dell'agricoltura e il miglioramento della fornitura di energia elettrica dovrebbero sostenere la crescita economica quest'anno. Tuttavia, vi sono ancora dei rischi al ribasso che frenano l'economia. La domanda interna è debole a causa della disoccupazione, dell'indebitamento delle famiglie e dell'inflazione. Inoltre, l'incertezza politica a livello globale rappresenta uno dei rischi principali per il paese. Data la sua dipendenza dagli investimenti di portafoglio per il finanziamento del grave disavanzo delle partite correnti, il Sudafrica è estremamente vulnerabile agli shock esterni e ai cambiamenti del livello di fiducia nei confronti degli investimenti. Ciò è apparso evidente lo scorso mese di aprile quando S&P e Fitch hanno rivisto al ribasso il

rating in valuta estera del Sudafrica con un conseguente crollo del Rand. Dal punto di vista del governo, il downgrade del rating al livello "spazzatura" è mitigato dalla bassa dipendenza dal debito in valuta estera; tuttavia, ciò non vale per le imprese statali, che sono maggiormente esposte data la quota elevata di debiti in valuta estera. L'eventuale declassamento del rating del debito sovrano avrebbe un impatto sui costi di finanziamento.

### **Nigeria: difficoltà all'orizzonte**

Nel 2016 la Nigeria è entrata in recessione per la prima volta dal 1991 e l'economia ha visto una contrazione dell'1,5%. Il calo dei prezzi e della produzione di petrolio, unito alla carenza di energia e carburante, ha avuto un forte impatto negativo sull'economia. Inoltre, l'aumento dell'inflazione (16%) dovuto alla svalutazione del Naira ha causato un'impennata dei tassi di interesse. Nel 2017 è prevista una lieve ripresa economica (1,2%). Quest'anno l'inflazione elevata (16,8%) contribuirà a mantenere alti i tassi di interesse e frenerà la crescita economica a causa della contrazione della domanda interna. Un impatto positivo sull'economia potrebbe venire dal previsto aumento della produzione di petrolio e dalla buona performance del settore agricolo. Nonostante l'adesione a un sistema di tassi di cambio flessibili, la banca centrale continua a interferire nel mercato dei cambi, rendendo più difficili le attività commerciali con la Nigeria. Nonostante queste difficoltà, l'emissione di strumenti di debito della Nigeria sui mercati internazionali di capitali ha riscosso un notevole successo.

# 4. Implicazioni sull'andamento delle insolvenze



## Andamento stabile delle insolvenze nelle economie avanzate

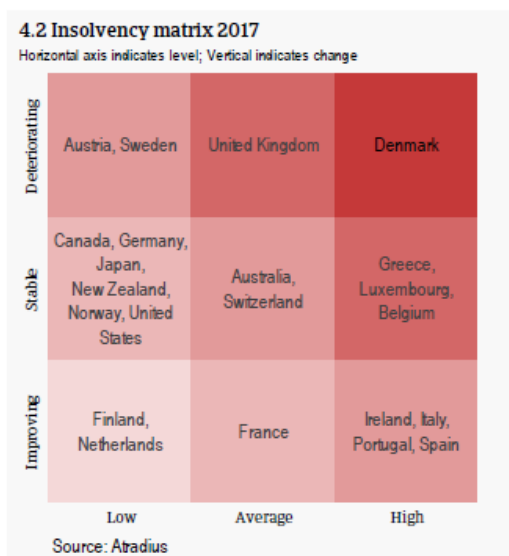
Le nostre previsioni di insolvenza per quanto riguarda i 22 mercati avanzati si confermano stabili per quest'anno. Dopo il calo complessivo del 5% nel 2016, i casi di fallimento dovrebbero scendere soltanto dell'1% nel 2017, il risultato più basso dal 2009. Poiché le nostre previsioni di insolvenza si basano principalmente sui movimenti del ciclo economico, la ripresa dell'economia nella maggior parte dei mercati avanzati presuppone un miglioramento dell'andamento delle insolvenze; tuttavia, la crescita inferiore alle aspettative registrata nel 2016 in molte economie avanzate potrebbe continuare ad avere un impatto sulle insolvenze per quest'anno. A dispetto della solida crescita del PIL, le imprese devono confrontarsi con una crescente incertezza che potrebbe pesare sull'andamento delle insolvenze dato il suo impatto su fiducia, investimenti e spesa al consumo. Tuttavia, vi sono diversi segnali incoraggianti che suggeriscono un altro anno di deciso miglioramento per quanto riguarda Paesi Bassi e Spagna e di ulteriore calo delle insolvenze in Portogallo, Italia e Francia.

### Insolvenze in calo nella maggior parte dei mercati avanzati

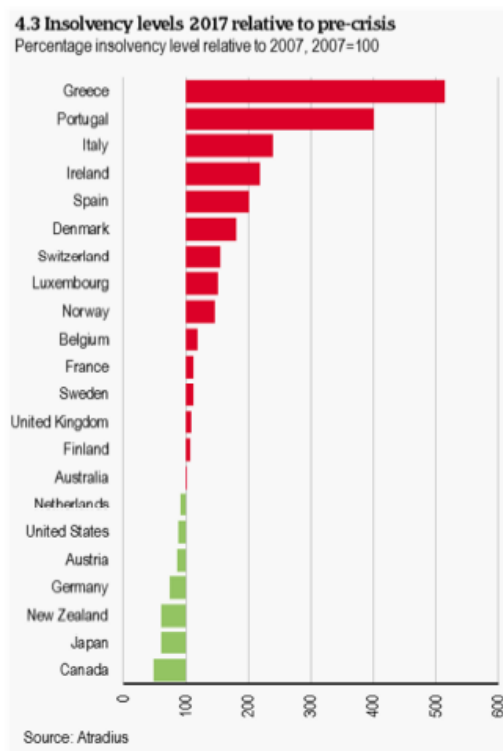
Il tasso di insolvenza nella maggior parte dei mercati avanzati dovrebbe stabilizzarsi quest'anno o registrare un lieve miglioramento grazie alla ripresa delle economie dell'Europa occidentale. Il miglioramento più significativo dovrebbe interessare Paesi Bassi, Finlandia e Spagna. Per i Paesi Bassi si tratta del quarto anno positivo dopo il livello record di insolvenze registrato nel 2013; il buon

andamento è sostenuto dalla solida crescita economica prevista nei prossimi mesi (2,0% quest'anno). Lo scorso anno la Finlandia ha sofferto a causa della recessione della Russia e della debolezza della domanda globale. Il paese sta attraverso una fase di ripresa quest'anno e il numero di casi di insolvenza dovrebbe registrare una flessione del 9%. In Spagna, nonostante il forte calo, le insolvenze si mantengono a un livello elevato. Anche l'economia della Grecia sta mostrando segnali di ripresa quest'anno, ma il paese continua a doversi confrontare con questioni legate alla sostenibilità del debito e difficoltà economiche; tuttavia, prevediamo un modesto calo delle insolvenze dopo dieci anni di aumenti. Rispetto all'edizione di novembre dell'Economic Outlook, le previsioni di insolvenza per il 2017 sono state positivamente riviste per alcuni paesi, tra cui Francia, Paesi Bassi e gli stati periferici dell'Eurozona (Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna), data la crescita più favorevole dell'attività economica (0,4% in più rispetto allo scorso novembre).

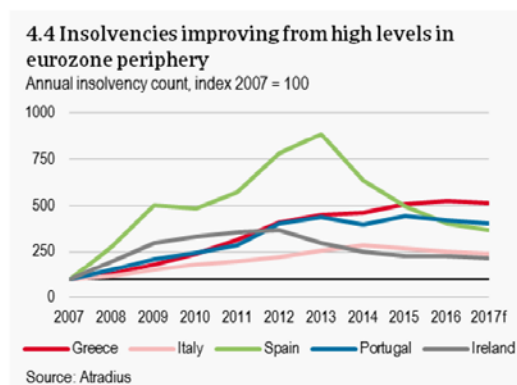
La situazione delle insolvenze nei mercati avanzati è riassunta nella Matrice riportata di seguito. Per alcuni paesi il tasso di insolvenza dovrebbe migliorare in modo significativo, come illustrato nell'ultima riga della tabella, mentre in quattro paesi le insolvenze dovrebbero crescere di oltre il 2% nel 2017 (prima riga della tabella). La riga centrale della Figura 4.2 mostra i paesi in cui, secondo le nostre previsioni, le insolvenze dovrebbero mantenersi stabili (ossia con una variazione inferiore al 2%). L'asse orizzontale della Matrice illustra il livello assoluto di insolvenze - in base al fatto che la loro frequenza è bassa, media o alta - in un'analisi comparativa tra paesi. Pertanto, tutti i paesi la cui frequenza delle insolvenze è considerata elevata si trovano nella casella in basso a destra.



Nell'angolo in basso a destra della Matrice troviamo i paesi della periferia sud e ovest dell'Eurozona in cui l'andamento delle insolvenze dovrebbe registrare un miglioramento, pur mantenendosi al di sopra dei livelli pre-crisi. Ciò induce a chiedersi se si tratti di un miglioramento strutturale rispetto ai livelli elevati di insolvenza dopo la crisi finanziaria.



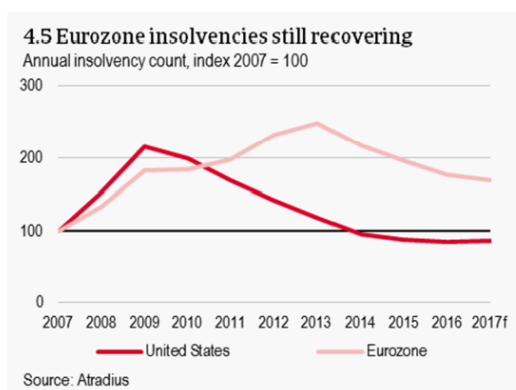
La Figura 4.3 mostra un confronto delle insolvenze rispetto ai livelli pre-crisi. In questo grafico abbiamo fissato i livelli previsti di insolvenza per il 2017 per quanto riguarda i mercati avanzati come percentuale dei livelli 2007. Si notano innanzitutto i livelli elevati di Grecia e Portogallo, seguiti da Italia, Irlanda e Spagna. Il numero totale di fallimenti nei paesi periferici dell'Eurozona resta il doppio rispetto al periodo pre-crisi, persino il quadruplo nel caso del Portogallo e cinque volte più alto in Grecia.



La Figura 4.4 mostra che, benché sia previsto un calo, i casi di insolvenza si mantengono a un livello strutturalmente elevato. Per quanto riguarda i paesi del Mediterraneo, i dati riflettono la persistente debolezza della crescita del PIL negli ultimi anni e l'inefficienza dei mercati del lavoro.

Per quanto riguarda l'area dell'Euro nel suo insieme, il tasso di insolvenza sta ancora riprendendosi dal picco registrato nel 2013, pari a 2 volte e mezzo il livello pre-crisi. La prevista crescita delle esportazioni dell'Eurozona, che dovrebbe accelerare quest'anno e continuare ad aumentare nel 2018, dovrebbe avere un impatto positivo sul tasso di insolvenza della regione.

D'altro canto, l'ambiente esterno resta esposto a un'incertezza eccezionalmente elevata, con i possibili effetti negativi della Brexit sull'economia, il consenso crescente dei partiti euroscettici in paesi in cui quest'anno si terranno le elezioni e le possibili politiche isolazioniste e protezionistiche dell'amministrazione Trump.



Secondo quanto evidenziato dalla BCE nell'edizione di aprile 2017 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'Euro (*Bank Lending Survey*), la crescita dei prestiti è stata sostenuta dall'allentamento delle condizioni di credito e da una crescente domanda per tutte le categorie di prestiti nel primo trimestre di quest'anno, grazie soprattutto alla pressione competitiva. Nel trimestre precedente i criteri di credito avevano visto un lieve allentamento in termini netti per i prestiti alle imprese (-2%), così come per i prestiti per l'acquisto di case (-7%) e il credito al consumo (-3%).

Per quanto riguarda i principali paesi dell'area dell'Euro, gli standard di credito alle imprese hanno visto un allentamento in Germania e in Italia, mentre sono diventati più severi in Spagna nel primo trimestre del 2017.

Nel secondo semestre di quest'anno le banche prevedono un moderato inasprimento delle condizioni di credito alle imprese (2%), mentre i criteri di prestito per l'acquisto di case e il credito al consumo non dovrebbero subire variazioni.

### L'attività commerciale è esposta a maggiore incertezza negli Stati Uniti e nel Regno Unito

Gli effetti negativi del voto sulla Brexit stanno iniziando a pesare sull'economia del Regno Unito, come abbiamo visto nel Capitolo 2. Benché la fiducia abbia raggiunto livelli record, favorita dalla debolezza della Sterlina, l'aumento dell'inflazione sta iniziando a pesare sulla spesa al consumo e sui margini di profitto delle imprese. In questo contesto, le insolvenze sono cresciute negli ultimi tre trimestri.<sup>27</sup>

Nel primo trimestre del 2017, il numero di aziende che hanno presentato istanza di fallimento è stato superiore del 5% rispetto allo stesso periodo del 2016. Prevediamo che questa tendenza proseguirà per il resto dell'anno, in linea con le nostre previsioni di un aumento su base annua del 5%. La crescente incertezza legata ai negoziati con l'UE e il relativo impatto soprattutto su fiducia e investimenti stanno pesando sulle prospettive economiche del Regno Unito.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, le insolvenze dovrebbero crescere moderatamente quest'anno (+2%) nonostante la maggiore crescita economica. Dopo la buona ripresa registrata nella seconda metà del 2016, molte imprese, in particolare in settori di export quali la produzione, hanno dovuto confrontarsi con il rafforzamento del Dollaro. Uno dei rischi al ribasso per quanto riguarda l'andamento delle insolvenze è rappresentato dai previsti incentivi fiscali da parte della nuova amministrazione. Ciò si riflette anche nell'aumento del livello di fiducia delle imprese. I tagli fiscali dovrebbero consentire di aumentare la spesa in conto capitale e quindi stimolare la crescita del PIL statunitense, con un lieve effetto positivo sul numero di insolvenze.

Tuttavia, alla luce della forte incertezza politica, ciò potrebbe tradursi in un rischio al ribasso. Circa la metà della spesa in conto capitale degli Stati Uniti proviene dal settore immobiliare, dell'energia e dei servizi di pubblica utilità.

L'assunzione di rischi più elevati in questi settori potrebbe avere un effetto destabilizzante a causa dell'eccesso di debito dovuto alle oscillazioni dei prezzi del petrolio.<sup>28</sup> Inoltre, gli incentivi fiscali potrebbero favorire una crescita del PIL superiore alle attese, spingendo la Federal Reserve a muoversi più rapidamente sul fronte dell'aumento dei tassi di interesse. Si tratta di un ulteriore rischio al ribasso per le

<sup>27</sup> Questa tendenza non tiene in considerazione il forte aumento di insolvenze registrato nel quarto trimestre del 2016 a seguito della modifica delle norme relative all'ammissibilità delle spese. Anche la Danimarca ha attuato degli adeguamenti statistici dopo che, nel 2016, è stata istituita una nuova forma di società e sono stati smaltiti un certo numero di procedimenti di insolvenza arretrati.

<sup>28</sup> Per ulteriori informazioni, si invita a consultare il Global Financial Stability Report del FMI (aprile 2017)



previsioni di insolvenza negli Stati Uniti, soprattutto per quanto riguarda i settori legati all'energia e l'edilizia.

## Un altro anno difficile per le imprese delle economie emergenti

In linea generale le condizioni economiche in molti mercati emergenti hanno visto un rallentamento nel 2016. Gli esportatori di materie prime hanno sofferto a causa del calo dei prezzi, mentre il rallentamento della Cina ha avuto un impatto negativo su commercio e finanze in molti paesi. Inoltre, molti mercati emergenti devono confrontarsi con l'accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria degli Stati Uniti e con il rafforzamento del Dollaro. Secondo i dati dell'Istituto della Finanza Internazionale, le condizioni dei prestiti bancari nei mercati emergenti sono peggiorate nel quarto trimestre del 2016, dopo cinque trimestri di cali consecutivi.

Tabella 4.1 Crescita delle insolvenze<sup>29</sup>

	2017f
China	Increase
India	Decrease
Brazil	Increase
Russia	Increase
Turkey	Increase

Source: Atradius

Il rallentamento, lo scorso anno, della crescita economica nei paesi BRIC, fatta eccezione per l'India, dovrebbe avere delle ripercussioni sul numero di insolvenze di quest'anno. L'India è l'unico paese che sta mantenendo un elevato tasso di crescita economica. Ne deriva che il numero di insolvenze dovrebbe registrare un calo quest'anno. Alla luce del rallentamento economico e dell'attuale strategia di riequilibrio dell'economia, i casi di insolvenza in Cina dovrebbero vedere un aumento significativo nel 2017. Le imprese devono confrontarsi con le nuove condizioni di finanziamento e con le modifiche strutturali dell'economia, sempre più orientata verso servizi e consumi. Ciò comporterà inevitabilmente una flessione delle opportunità commerciali e un aumento delle insolvenze, anche se potrebbero aprirsi delle possibilità in altri settori. La Turchia dovrebbe far registrare un aumento dei casi di insolvenza quest'anno a

causa dell'inflazione elevata, delle oscillazioni della Lira turca e della debolezza della domanda interna. Inoltre, i crescenti rischi politici stanno avendo un impatto negativo sulle prospettive di crescita. In Russia, l'aumento dei prezzi del petrolio sostiene la ripresa economica. Tuttavia, la crescita del PIL resta debole ed è previsto un lieve aumento delle insolvenze. Anche in Brasile i casi di insolvenza dovrebbero registrare una moderata crescita quale conseguenza del lungo periodo di recessione e nonostante la ripresa economica prevista per quest'anno.

<sup>29</sup> Abbiamo applicato il nostro modello previsionale delle insolvenze anche ai mercati emergenti. Poiché il modello è stato predisposto sulla base di dati relativi alle economie avanzate, le previsioni vanno considerate con cautela; nel caso dei mercati emergenti, possiamo quindi soltanto fornire un'indicazione di massima sull'andamento previsto delle insolvenze.

# Appendice: tabelle previsionali

Tabella A1: Principali dati macroeconomici - Mercati avanzati

	Crescita del PIL (%variazione)			Inflazione (% variazione)			Saldo di bilancio (% del PIL)			Partite correnti (% del PIL)			Crescita export (% variazione)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Australia	2,5	2,5	2,8	1,3	2,2	2,7	-1,6	-1,1	-0,6	-2,7	-2,1	-3,1	7,6	4,2	3,0
Austria	1,5	1,7	1,6	0,9	2,3	1,8	-0,8	-1,0	-0,6	2,7	2,6	3,1	2,0	1,9	3,1
Belgio	1,2	1,5	1,6	2,0	2,4	2,0	-2,7	-2,4	-2,2	-0,4	0,3	0,4	6,1	2,9	2,3
Canada	1,4	2,4	1,9	1,4	2,1	1,7	-1,9	-1,9	-1,5	-3,3	-2,5	-2,8	1,1	1,8	2,3
Danimarca	1,3	1,6	1,6	0,3	1,4	1,3	-1,5	0,3	-0,2	8,1	7,3	6,4	1,7	1,9	2,1
Finlandia	1,4	1,5	1,4	0,3	1,8	1,6	-1,9	-2,4	-2,7	-1,1	-0,1	-0,2	0,5	2,1	2,7
Francia	1,1	1,4	1,5	0,3	1,9	1,9	-3,4	-3,0	-2,9	-1,1	-1,3	-1,2	1,2	2,0	1,7
Germania	1,9	1,6	1,6	0,4	-0,2	0,4	0,7	0,6	0,5	8,9	8,3	8,4	2,4	3,6	3,2
Grecia	0,0	1,2	2,1	0,2	1,4	1,5	-2,6	-1,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5	2,9	3,4
Irlanda	5,2	4,0	2,8	0,5	2,1	1,9	-1,5	-0,6	0,2	4,5	11,5	9,0	1,4	3,6	2,6
Italia	0,9	0,9	0,9	-0,8	1,2	1,1	-2,4	-3,7	-2,6	2,8	1,7	1,7	2,6	2,0	2,2
Giappone	1,0	1,4	1,1	0,0	0,8	1,0	-3,6	-3,1	-3,2	3,8	4,3	4,1	1,2	3,9	3,0
Lussemburgo	3,5	3,7	2,8	-0,1	1,6	1,5	1,3	0,8	0,8	2,9	5,7	6,6	3,7	4,5	4,4
Paesi Bassi	2,2	2,2	1,8	-0,1	0,9	1,5	-0,3	-1,1	-0,8	8,1	11,8	16,5	3,3	3,5	4,4
Nuova Zelanda	3,1	2,9	3,0	0,3	2,3	2,3	0,9	1,0	1,2	-2,7	-2,7	-2,7	1,6	0,5	2,1
Norvegia	0,8	1,6	1,9	0,3	1,2	1,3	2,7	4,4	5,8	4,0	3,0	2,0	-1,3	0,9	1,7
Portogallo	1,4	1,7	1,5	0,6	2,1	2,2	-2,5	-1,7	-1,4	0,9	0,5	0,3	4,4	4,3	2,5
Spagna	3,2	2,7	2,3	3,6	2,4	2,1	-4,5	-3,5	-3,1	2,3	0,9	0,9	4,4	4,4	3,8
Svezia	3,3	2,8	2,3	0,6	1,5	1,3	0,2	-0,4	-0,3	4,6	5,8	5,2	3,0	2,6	2,6
Svizzera	1,3	1,5	1,7	-0,2	2,5	1,9	0,8	0,3	0,2	9,8	8,0	7,2	4,6	2,3	2,6
Regno Unito	1,8	1,7	1,4	1,0	1,6	1,8	-2,9	-2,8	-2,6	-4,4	-3,3	-2,9	1,8	5,0	3,2
Stati Uniti	1,6	2,1	2,4	-0,4	0,5	0,5	-4,2	-3,6	-3,8	-2,6	-2,3	-2,1	0,4	3,0	2,0
Eurozona	1,7	1,7	1,6	0,7	2,7	3,1	-1,7	-1,7	-1,5	3,8	3,7	4,1	2,8	3,2	3,0
Unione Europea	1,8	1,8	1,7	1,3	2,5	1,9	-1,8	-1,9	-1,6	2,4	2,5	2,8	3,0	3,4	3,1

Fonti: Consensus Economics, IHS

**Tabella A2: Indicatori macroeconomici - Mercati avanzati**

	Consumi privati (% variazione)			Investimenti fissi (% variazione)			Consumi pubblici (% variazione)			Vendite al dettaglio (% variazione)			Prod. industriale (% variazione)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Australia	2,7	2,8	2,5	-2,4	-0,5	0,0	3,9	1,4	2,1	2,1	1,6	2,2	1,2	2,4	3,0
Austria	1,3	1,9	1,6	2,6	1,6	0,0	1,5	1,4	1,3	0,7	0,1	0,0	1,6	2,4	2,1
Belgio	0,7	1,3	1,4	2,1	2,3	0,0	0,2	0,7	0,9	-2,9	-1,1	0,4	4,4	1,4	2,0
Canada	2,2	2,4	2,0	-3,2	-0,4	0,0	2,0	2,5	2,0	2,3	0,6	0,3	-0,3	2,4	0,6
Danimarca	1,9	1,4	1,0	5,2	1,7	0,0	-0,1	0,0	1,0	-0,7	-0,8	0,3	3,6	2,2	1,3
Finlandia	2,0	1,0	1,3	5,2	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,4	4,7	1,6	2,3	2,6	2,2
Francia	1,8	1,3	1,3	2,8	1,6	0,0	1,4	1,4	1,1	1,3	0,9	1,5	0,2	1,0	1,3
Germania	1,8	1,5	1,4	2,1	2,7	0,0	4,0	2,2	1,4	1,2	0,7	0,3	1,0	3,2	2,5
Grecia	1,4	1,3	1,5	0,0	3,5	0,0	-2,1	-0,8	0,8	-1,3	1,5	1,7	2,3	1,4	3,0
Irlanda	2,8	1,8	2,5	6,8	3,6	0,0	5,2	2,5	1,6	4,4	0,9	2,0	1,0	-2,1	2,1
Italia	1,3	0,5	0,5	3,1	1,8	0,0	0,6	0,7	0,8	0,0	-0,8	0,8	1,9	2,0	1,7
Giappone	0,4	0,9	1,0	1,0	2,0	0,0	1,5	0,7	0,7	-0,7	1,6	1,5	-0,5	4,2	1,4
Lussemburgo	1,2	2,2	2,3	0,0	5,8	0,0	3,9	1,9	2,0	12,1	5,5	0,8	-0,4	0,4	2,1
Paesi Bassi	1,7	1,7	1,5	4,8	2,1	0,0	1,0	1,3	1,6	1,6	0,9	0,9	2,1	1,0	1,3
Nuova Zelanda	4,2	3,2	2,4	5,7	2,1	0,0	2,3	1,5	1,8	4,1	2,2	0,7	0,9	2,2	2,9
Norvegia	1,5	1,5	1,4	0,3	1,8	0,0	2,2	2,4	2,8	-1,4	0,8	1,1	-1,7	2,8	2,7
Portogallo	2,3	1,5	1,2	-0,3	3,0	0,0	0,8	0,6	2,2	1,2	1,0	0,0	1,0	1,7	1,6
Spagna	3,2	2,4	2,0	3,1	2,5	0,0	0,8	0,6	0,6	2,4	-0,6	0,6	2,0	1,9	1,5
Svezia	2,2	1,7	1,7	5,5	3,4	0,0	2,3	1,7	1,6	2,1	0,7	0,6	1,1	1,7	1,6
Svizzera	1,2	1,6	1,3	2,5	1,0	0,0	1,9	1,4	1,5	-2,0	0,1	0,6	-0,2	2,5	2,4
Regno Unito	2,8	1,6	1,0	0,5	0,5	0,0	0,8	0,9	1,2	2,6	2,0	1,0	1,2	2,7	1,5
Stati Uniti	2,3	2,7	3,3	0,7	3,9	0,0	0,8	0,1	0,1	1,7	2,2	2,6	-1,2	2,3	2,9
<b>Eurozona</b>	1,9	1,4	1,3	2,7	2,3	0,0	1,8	1,4	1,1				1,4	2,0	2,9
<b>Unione Europea</b>	2,2	1,6	1,4	1,9	2,1	0,0	1,7	1,4	1,2				1,5	2,0	2,0

Fonte: IHS

**Tabella A3: Principali dati macroeconomici - Mercati emergenti**

	Crescita del PIL (% variazione)			Inflazione (% variazione)			Partite correnti (% del PIL)			Consumi privati (% variazione)			Crescita export (% variazione)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Asia-Pacifico	4,7	4,8	4,6	2,0	2,3	2,8	2,1	2,7	2,4	5,0	4,9	5,6	2,7	5,0	5,2
Area ASEAN	4,6	4,6	4,7	2,8	2,2	3,5	3,3	3,0	2,9	4,8	4,7	4,9	2,7	4,4	4,1
Cina	6,7	6,6	6,2	1,1	2,0	2,1	1,8	3,0	2,8	5,6	5,3	6,4	3,3	5,6	5,9
Hong Kong	1,9	2,2	2,1	3,0	2,4	1,9	4,4	4,1	3,9	1,6	2,1	2,3	0,8	2,8	3,5
Taiwan	15	2,1	2,0	-0,3	14	1,3	13,4	12,9	12,4	2,1	2,0	2,3	1,9	2,5	2,6
India	7,0	7,3	7,6	4,9	4,9	5,0	-0,6	-1,2	-1,9	6,4	7,0	7,9	2,1	7,0	8,6
Singapore	2,0	2,4	2,2	-0,5	-0,5	1,5	20,0	19,9	20,7	1,0	2,5	4,4	1,6	3,6	3,2
America Latina	-0,6	1,6	2,6	14,8	50,5	14,1	-2,4	-2,1	-2,1	-2,3	0,9	2,2	1,0	1,0	2,4
Argentina	-2,3	2,7	3,0	16,4	37,5	24,7	-2,7	-2,2	-1,4	-14	1,7	2,8	4,2	2,1	2,8
Brasile	-3,6	0,6	2,5	9,0	8,7	4,0	-1,3	-1,4	-1,9	-4,3	-0,4	2,2	1,6	1,3	3,9
Messico	2,3	1,8	2,2	2,7	2,8	5,6	-2,7	-1,5	-1,4	2,5	2,0	2,0	1,2	0,8	1,8
CSI	0,3	1,7	2,1	15,4	8,1	5,0	0,3	2,5	1,1	-2,1	2,4	3,1	2,5	3,3	2,9
Repubblica Ceca	2,3	2,5	2,6	0,3	0,7	2,5	1,0	0,5	-1,1	2,8	2,8	2,6	2,8	2,8	2,6
Ungheria	2,0	3,3	3,2	-0,1	0,4	2,8	4,9	2,4	1,8	4,1	3,9	3,6	4,1	3,9	3,6
Polonia	2,7	3,4	3,2	-0,9	-0,6	2,1	-0,5	-0,6	-0,5	3,5	3,5	3,2	3,5	3,5	3,2
Russia	-0,2	1,3	1,7	15,5	7,0	3,8	1,9	4,3	2,4	-4,5	1,5	2,5	-4,5	1,5	2,5
Turchia	2,9	3,1	3,2	7,7	7,8	11,0	-3,6	-4,8	-5,2	-0,7	2,2	3,0	-0,7	2,2	3,0
Africa	2,0	2,9	3,3	7,5	12,3	12,4	-5,9	-5,9	-6,0	2,4	2,9	3,8	-1,0	5,9	5,2
Nigeria	-1,5	1,2	2,8	9,0	15,7	17,3	-2,8	-2,6	-3,1	-2,4	1,5	5,3	-9,4	8,6	0,5
Sudafrica	0,3	1,0	1,7	4,6	6,3	6,0	-3,2	-4,0	-4,5	0,8	1,1	0,7	-0,1	3,5	3,1
MENA	2,6	2,7	3,8	4,5	5,0	6,2	-2,2	-0,1	-0,1	3,4	3,1	3,8	3,5	3,4	5,4
Mondo	2,5	2,9	3,0	2,4	4,8	3,4				2,4	2,7	3,2	2,3	3,7	3,7

Fonti: Consensus Economics, IHS

**Tabella A4: Crescita delle insolvenze (% variazione annua)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Australia	-4	18	3	-1	5	1	4	-22	10	-12	-1
Austria	-6	0	9	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	3
Belgio	1	10	11	2	7	4	11	-9	-9	-6	0
Canada	-7	-2	-12	-25	-11	-11	-2	-2	-1	-7	-2
Danimarca	21	53	56	13	-16	2	-10	-20	1	4	5
Finlandia	6	26	27	-7	-4	7	10	-11	-22	15	-9
Francia	7	8	14	-5	-1	3	2	0	1	-8	-5
Germania	-15	0	12	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	0
Grecia	0	30	40	30	33	30	10	3	10	3	-2
Irlanda	19	100	50	10	7	3	-19	-15	-10	-1	-3
Italia	-35	18	29	21	8	14	16	10	-6	-7	-4
Giappone	6	11	-1	-14	-4	-5	-10	-10	-9	-4	0
Lussemburgo	5	-13	17	33	5	8	2	-20	6	14	2
Paesi Bassi	-13	-14	53	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-12
Nuova Zelanda	-5	-35	45	-5	-12	-7	-13	-7	4	1	-2
Norvegia	-6	28	38	-12	-2	-12	20	5	-7	2	2
Portogallo	-12	54	36	16	18	42	8	-9	12	-6	-4
Spagna	13	180	79	-4	18	37	13	-28	-22	-19	-8
Svezia	-5	7	20	-11	-3	11	5	-7	-9	-4	3
Svizzera	-5	-10	4	15	1	-4	1	-7	7	3	1
Regno Unito	-5	21	24	-15	4	-5	-7	-6	-9	1	6
Stati Uniti	42	52	41	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	2

Fonti: Enti nazionali, Atradius Economic Research

**Tabella A5: Livello di insolvenza, indice (2007 = 100)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Australia	100	118	121	120	126	127	133	104	115	101	100
Austria	100	100	110	101	93	96	87	86	82	83	86
Belgio	100	110	123	125	133	138	153	140	127	119	119
Canada	100	65	86	65	58	51	51	50	49	46	45
Danimarca	100	153	238	270	227	231	207	166	167	174	182
Finlandia	100	126	161	149	144	154	169	151	118	136	124
Francia	100	108	123	118	116	119	122	122	123	113	107
Germania	100	100	112	110	103	97	89	83	79	74	74
Grecia	100	130	182	237	315	409	450	463	510	525	515
Irlanda	100	200	300	330	354	365	296	252	228	225	218
Italia	100	118	151	183	197	223	259	285	268	249	239
Giappone	100	111	110	95	90	86	77	69	63	60	60
Lussemburgo	100	87	102	135	141	152	155	124	130	148	151
Paesi Bassi	100	86	132	119	120	143	157	122	92	75	66
Nuova Zelanda	100	65	94	89	78	73	63	59	61	62	60
Norvegia	100	128	176	156	153	134	160	169	157	160	163
Portogallo	100	154	210	242	286	405	438	398	446	417	401
Spagna	100	280	501	483	572	784	885	635	493	401	369
Svezia	100	107	128	114	111	123	129	120	109	105	108
Svizzera	100	90	94	108	109	105	106	65	105	108	109
Regno Unito	100	121	150	127	133	126	118	111	101	102	108
Stati Uniti	100	152	215	199	169	142	118	95	88	85	87

Fonte: Enti nazionali, Atradius Economic Research